

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

**Ocenění společnosti Feron, a. s.**

Valuation of the company Feron, a. s.

Student: Bc. Monika Uřičářová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2009

Děkuji tímto vedoucímu diplomové práce Ing. Miroslavu Čulíkovi, Ph.D. za jeho cenné rady a kritické připomínky, které mi byly přínosem při zpracování této diplomové práce.

Místopřísežně prohlašuji, že jsem diplomovou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně, za použití uvedené literatury.

V Ostravě dne 30. 4. 2009

.....  
Monika Uříčářová

# Obsah

1	Úvod.....	9
2	Metodologické vymezení oceňování podniku .....	10
2.1	Obecné základy pro ocenění podniku .....	10
2.1.1	Hodnota podniku.....	10
2.1.2	Důvody pro ocenění podniku.....	12
2.1.3	Faktor času a rizika .....	12
2.1.4	Postup při ocenění podniku.....	13
2.2	Sběr vstupních dat .....	13
2.3	Analýza dat.....	13
2.3.1	Strategická analýza .....	14
2.3.1.1	Analýza makroprostředí .....	14
2.3.1.2	Analýza mikroprostředí .....	15
2.3.2	Finanční analýza .....	15
2.3.3	Horizontální a vertikální analýza .....	16
2.3.4	Poměrové ukazatele .....	16
2.3.4.1	Ukazatele finanční stability a zadluženosti .....	16
2.3.4.2	Ukazatele rentability.....	18
2.3.4.3	Ukazatele likvidity.....	18
2.3.4.4	Ukazatele aktivity .....	19
2.4	Finanční plán.....	20
2.5	Metody oceňování .....	21
2.5.1	Výnosové metody oceňování.....	22
2.5.1.1	Metody diskontovaných peněžních toků .....	22
2.5.1.2	Metoda kapitalizovaných zisků .....	31
2.5.2	Majetkové metody ocenění .....	33
2.5.2.1	Účetní metoda.....	33
2.5.2.2	Substanční metoda.....	33
2.5.2.3	Metoda likvidační hodnoty .....	34
2.5.3	Metody komparativní.....	34
2.5.4	Metody kombinované .....	34
3	Strategická a finanční analýza společnosti Feron, a.s. ....	35
3.1	Představení společnosti .....	35
3.1.1	Historie společnosti.....	35

3.1.2	Organizační struktura.....	36
3.1.3	SWOT analýza.....	38
3.2	Strategická analýza.....	38
3.2.1	Analýza makroprostředí.....	39
3.2.2	Analýza mikroprostředí .....	44
3.3	Finanční analýza.....	46
4	Ocenění společnosti a komparace výsledků .....	57
4.1	Finanční plán.....	57
4.1.1	Plán výkazu zisku a ztráty .....	57
4.1.1.1	Plán tržeb .....	57
4.1.1.2	Plán nákladů vynaložených na prodej zboží .....	60
4.1.1.3	Přidaná hodnota .....	60
4.1.1.4	Plán osobních nákladů .....	62
4.1.1.5	Zbývající položky provozního VH.....	64
4.1.1.6	Provozní výsledek hospodaření .....	66
4.1.1.7	Položky finančního výsledku hospodaření .....	67
4.1.1.8	Finanční výsledek hospodaření .....	69
4.1.1.9	Mimořádný výsledek hospodaření .....	69
4.1.1.10	Plán výsledku hospodaření .....	70
4.1.2	Plán rozvahy .....	70
4.1.2.1	Stálá aktiva .....	71
4.1.2.2	Oběžná aktiva .....	73
4.1.2.3	Přechodné účty aktiv .....	75
4.1.2.4	Souhrnný plán aktiv.....	75
4.1.2.5	Vlastní kapitál.....	76
4.1.2.6	Cizí zdroje .....	77
4.1.2.7	Souhrnný plán pasiv .....	79
4.2	Náklady kapitálu .....	80
4.2.1	Výpočet nákladů vlastního kapitálu modelem CAPM .....	80
4.2.2	Výpočet nákladů vlastního kapitálu stavebnicovým modelem.....	80
4.3	Ocenění společnosti .....	81
4.3.1	Ocenění metodou kapitalizovaných zisků variantou paušální.....	81
4.3.2	Ocenění metodou kapitalizovaných zisků ve variantě analytické .....	83
4.3.3	Ocenění metodou DCF - equity .....	84
4.4	Komparace výsledků.....	86

5	Závěr .....	88
	Seznam použité literatury .....	89
	Seznam zkratk a symbolů	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

# 1 Úvod

Problematika oceňování podniku je významnou oblastí finančního řízení. Stanovení hodnoty firmy je podnětem pro dlouhodobé strategické rozhodnutí managementu.

Správné určení hodnoty podniku je závislé na rozsahu a míře vstupních údajů, jejich správné interpretaci a na správném finančním plánování, v případě, že se jedná o výnosové ocenění. Důležité je také stanovení časového horizontu, a dobrý výběr metody ocenění. Jednotlivé postupy lze aplikovat pouze za určitých podmínek, a proto nesprávné použití daných postupů pak vede k nesprávné interpretaci výsledných hodnot.

Cílem této práce je ocenění společnost Feron, a. s., vybranými výnosovými metodami.

Práce je členěna na tři základní části.

V první části je přiblížena metodika oceňování podniků. Jsou zde uvedena základní východiska oceňování a postupy, které je nutné učinit před samotným oceněním, jako např. finanční a strategická analýza a postup při sestavování finančního plánu. Dále jsou uvedeny teoretické základy jednoduchých metod ocenění, postupu určení volných peněžních toků pro využití některých výnosových metod a modelů pro stanovení nákladů kapitálu.

Část druhá obsahuje stručné představení společnosti, finanční a strategickou analýzu. Finanční analýza je provedena na základě účetních výkazů společnosti za období 1999-2007.

Ve třetí části je provedeno ocenění společnosti, jemuž předchází sestavení dlouhodobého finančního plánu a vyčíslení nákladů kapitálu. Ocenění je provedeno výnosovými metodami. V závěru této kapitoly jsou provedena komparace a zhodnocení výsledků.

## **2 Metodologické vymezení oceňování podniku**

Oceňování podniku je jednou z oblastí finančního řízení firmy. Otázka hodnoty firmy hraje velmi významnou roli pro dlouhodobé strategické rozhodnutí managementu. Výsledná hodnota podniku je závislá na rozsahu a míře vstupních údajů, na časovém horizontu a také použité metodě. Jednotlivé postupy lze aplikovat pouze za určitých podmínek, a proto nesprávné použití daných postupů pak vede k nesprávné interpretaci výsledných hodnot.

### **2.1 Obecné základy pro ocenění podniku**

Základem pro ocenění podniku je vymezení základních pojmů týkajících se této problematiky a důvodů proč ocenění podniku provádět.

#### **Definice podniku**

„Podnik je věc hromadná, soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“<sup>1</sup>

Součástí podnikání je využívání závazků. Je tedy potřeba při oceňování brát v úvahu také závazky všech druhů. Na podnik je z hlediska oceňování nutné pohlížet ne jako na „soubor věcí“ ale na funkční celek, jelikož podnik je podnikem tehdy, pokud plní svou funkci. Touto funkcí je bezesporu dosahování zisku. Z tohoto důvodu mají velký význam výnosové metody oceňování.

#### **2.1.1 Hodnota podniku**

Existuje spousta pojmů týkajících se určení hodnoty podniku. Důležité je jejich vymezení.

#### **Hodnota podniku**

Hodnota podniku je ekonomický pojem označující cenu, na které se s největší pravděpodobností dohodne kupující s prodávajícím za zboží nebo službu, které jsou použitelné ke koupi. Hodnota je pouze odhadem pravděpodobné ceny, která by měla být

---

<sup>1</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník



za zboží nebo služby zaplacená. Ekonomický pojem hodnota je vyjádřením názoru trhu na užitky, získané tím kdo dané zboží vlastní nebo kdo získá dané služby k datu ocenění.

## **Cena**

Tento termín se používá pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu. Cena by měla mít určitý vztah k hodnotě, kterou kupujícímu zboží nebo služba koupené za danou cenu přinese, nebo hodnotu, kterou by zboží nebo službě přisoudili ostatní.

## **Kategorie hodnoty**

Je nutné rozlišovat několik kategorií hodnoty podniku. Jednotlivé kategorie vyplývají z otázek, např. kolik je za podnik ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu, tedy jaké je tržní ocenění, jakou má podnik hodnotu z hlediska kupujícího, nebo jakou hodnotu lze považovat za nespornou. Existují čtyři základní přístupy k oceňování podniku a to tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě kolínské školy.

### **Tržní hodnota<sup>2</sup>**

Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumě a bez nátlaku.

### **Subjektivní hodnota**

Subjektivní hodnota je na základě Mezinárodního oceňovacího standardu č. 2 označována jako investiční hodnota.

„Investiční hodnota<sup>3</sup> je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů, nebo jednotou s určitými investičními cíly nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“

---

<sup>2</sup> Zdroj: MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku* str. 15

<sup>3</sup> Zdroj: MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku* str. 18

## **Objektivizovaná hodnota**

Tato hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech, při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění.

## **Kolínská škola**

Tzv. Kolínská škola je založena na subjektivním postoji. Zastává názor, že ocenění má smysl modifikovat ne v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, jež má ocenění pro uživatele jeho výsledků.

V rámci Kolínské školy je rozeznáváno několik základních funkcí ocenění. Jsou jimi funkce poradenská rozhodčí, argumentační komunikační a daňová.

### **2.1.2 Důvody pro ocenění podniku**

Důvodů pro oceňování podniku je celá řada. Lze je v zásadě rozdělit na ocenění s vlastnickými změnami a na ocenění kdy nedochází k vlastnickým změnám.

Ocenění související s vlastnickými změnami jsou koupě nebo prodej podniku, nepeněžitý vklad do obchodní společnosti, fúze, rozdělení společnosti nebo ocenění v souvislosti s nabídkou převzetí.

Ocenění kdy nedochází k vlastnickým změnám, jsou případy jako např. změna právní formy společnosti, ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru nebo ocenění v souvislosti se sanací podniku.

### **2.1.3 Faktor času a rizika**

Při oceňování podniku je nutné brát v úvahu faktor času a také riziko, protože oba tyto faktory se do oceňování výrazně promítají.

## **Faktor času**

Z teoretického hlediska je hodnota aktiva vymezena, jakou současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva plynou držiteli tohoto aktiva. V důsledku toho nelze očekávané příjmy při ocenění pouze sečíst ale diskontovat je k datu ocenění, tedy zjistit jejich současnou hodnotu.

## **Riziko**

Riziko je vyjádřením stupně nejistoty spojený s očekávaným výnosem. Riziko vychází jednak z proměnlivosti prostředí, ve kterém podnik působí, ale také z působení podniku samotného.

Hodnota aktiva bude tím vyšší, čím bude riziko nižší a naopak. Pokud bude riziko nízké, budou příjmy, které jsou očekávané, jistější.

### **2.1.4 Postup při ocenění podniku**

Postup oceňování je závislý na konkrétních podmínkách, především na účelu ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, zvolené metodě a dostupných datech. Obecně je doporučován následující postup:

- 1) sběr vstupních dat,
- 2) analýzy dat,
- 3) sestavení finančního plánu,
- 4) ocenění.

## **2.2 Sběr vstupních dat**

Pro ocenění společnosti je nutná řada informací. Ty lze čerpat z interních zdrojů oceňované společnosti. Zdroji tak bývají finanční plány, účetní závěrka, technicko-ekonomické studie a vnitropodnikové informace. Velmi důležité jsou rovněž odvětvové informace a prognózy jako např. analýzy trhu stavu a vývoje ekonomiky.

Dále je nutné sledovat mikroekonomické informace vycházející z platné legislativy a ratingového hodnocení a také makroekonomické informace charakterizující vývoj ekonomiky a finančních trhů.

## **2.3 Analýza dat**

V rámci analýzy dat je nutné provést strategickou analýzu, finanční analýzu, která má velký význam při použití metod výnosového ocenění, při majetkovém ocenění není nutné provádět finanční analýzu ve velkém rozsahu. Pokud to dostupné informace dovolují, je dobré provést rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. Dále je doporučováno provést analýzu a prognózu generátorů hodnoty a to v případě, pokud se

předpokládá pokračování podniku a je tedy žádoucí dokázat jeho dlouhodobou perspektivu.

### **2.3.1 Strategická analýza**

Strategická analýza má velký význam při ocenění podniku. Účelem strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál podniku, který je závislý jak na vnitřním tak na vnějším potenciálu, kterým podnik disponuje. Proto je dobré v rámci strategické analýzy provést analýzu mikroprostředí a makroprostředí.

#### **2.3.1.1 Analýza makroprostředí**

Za makroprostředí podniku lze považovat ekonomické prostředí, v němž podniku funguje, politické prostředí, technologické prostředí a sociální prostředí. Vývoj makroprostředí má podstatný vliv na výkonnost podniku. Na základě minulých a současných podmínek je možné utvořit predikci vývoje makroprostředí a tím určit směr dalšího vývoje podniku. V rámci analýzy makroprostředí je pro účely oceňování sledovat především ekonomické prostředí. Dále je součástí makroprostředí politicko-právní prostředí, demografické prostředí, a technologické prostředí.

*Ekonomické prostředí* představuje především makroekonomické trendy a tendence a z nich vyplývající výhled rozvoje podnikání jako jsou jednotlivé fáze hospodářského cyklu. Tyto základní trendy doprovází řada dalších jevů např. vývoj HDP, kurz měny, míra inflace, míra nezaměstnanosti, a další.

*Politicko-právní prostředí* zahrnuje vliv vládních a politických orgánů a organizací, které formulují z hlediska státu určité hospodářské, ekologické, bezpečnostní, jakostní a zdravotní požadavky formou zákonů, vyhlášek a předpisů. Těmito pravidly se stát snaží ochraňovat širší celospolečenské zájmy a ochraňuje spotřebitele i výrobce.

*Demografické a sociální prostředí* je rozhodující pro vytváření jednotlivých trhů, jejich velikosti, struktury a rozmístění. Jsou sledovány základní demografické kategorie jako velikost populace, její rozmístění, hustota obyvatel, mobilita, sociální, příjmová, kvalifikační a vzdělanostní struktura, věková struktura a ekonomická aktivita.

Změny v *technologickém prostředí* sebou přinášejí jedny z největších příležitostí pro podnikání. Nové technologie umožňují zvyšovat produktivitu práce, snižovat náklady a tím zvyšují konkurenční schopnost výrobku i podniku. Změny v této oblasti

jsou dnes velice rychlé a mají vliv i na změny spotřebních zvyklostí. Nejvýraznější tendence společensky prosazovaná je podpora inovačních procesů zaměřených na růst bezpečnosti, ochranu zdraví a ekologii.

### **2.3.1.2 Analýza mikroprostředí**

Mikroprostředí zahrnuje všechno, co ovlivňuje marketingovou politiku zevnitř vlastní společnosti. Je to například výrobní kapacita, kvalita personálního obsazení, možnost investování, pozice na nákupních trzích a stupeň úsilí vkládaného do výzkumu a vývoje. Tyto faktory je možné v rámci společnosti ovlivnit, ale nelze je ovládnout.

Strukturu odvětví lze popsat pomocí pěti konkurenčních faktorů M. Portera, které rozhodují o výkonnosti odvětví. Těmito faktory jsou:

- dodavatelé – dohadovací schopnost dodavatelů,
- potenciální noví konkurenti – hrozba vstupu nových konkurentů,
- kupující – dohadovací schopnost kupujících,
- náhradní (nové výrobky) – hrozba náhradních (nových) výrobků,
- konkurence v odvětví.

### **2.3.2 Finanční analýza**

Finanční analýza je oblastí finančního řízení podniku, jejímž cílem je rozpoznat „finanční zdraví“ firmy, identifikovat slabé stránky, které by v budoucnosti mohly vést k problémům a determinovat stránky silné, na nichž bude firma stavět. Finanční analýza tedy odhaluje skryté rezervy a podněcuje k hledání nových možností a zvyšování podnikové výkonnosti a prostřednictvím návrhu opatření pomáhá k dosažení podnikových cílů.

Základnou finanční analýzy je využití poměrových ukazatelů. Svou roli hrají také rozdílové ukazatele. Pro mezipodnikové srovnání jsou však vhodnější poměrové ukazatele. Rozdílové ukazatele je vhodné využít k srovnání v čase v rámci podniku.

Ve značné míře jsou také využívány horizontální a vertikální analýza. Horizontální analýza, jinak také nazývána analýza trendů, je podkladem pro detailní zkoumání průběhu změn a odhad dlouhodobých trendů. K rozboru se užívá řetězových a bazických indexů. Při této analýze je uvažováno jak se změnami relativními, tak se změnami absolutními.

### 2.3.3 Horizontální a vertikální analýza

Horizontální analýza je používána k posouzení časových změn. Při sestavování vertikální analýzy jsou poměřovány dílčí části finančních výkazů k jejich souhrnným částem.

### 2.3.4 Poměrové ukazatele

Základními oblastmi ukazatelů finanční analýzy jsou ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele aktivity a ukazatele vycházející z průzkumu kapitálového trhu.

#### 2.3.4.1 *Ukazatele finanční stability a zadluženosti*

Finanční stabilita je dána strukturou zdrojů financování a je hodnocena na základě analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí.

Hlavním ukazatelem, založeném na pozorování údajů z rozvahy je **ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech** (Equity ratio).

$$\text{podíl VK na } A = \frac{VK}{A}, \quad (2.1)$$

kde *VK* je vlastní kapitál a *A* jsou celková aktiva.

Tento ukazatel charakterizuje finanční stabilitu firmy a ukazuje, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. Je tedy ukazatelem finanční samostatnosti. Optimální je pro podnik rostoucí hodnota tohoto ukazatele, ale pouze do určité míry.

**Ukazatelem stupně krytí stálých aktiv** je poměřován dlouhodobý kapitál (vlastní kapitál a dlouhodobý cizí kapitál) ke stálým aktivům. Čím je hodnota ukazatele vyšší, tím je lepší stabilita firmy.

$$\text{stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{SA}, \quad (2.2)$$

kde *SA* jsou stálá aktiva.

**Majetkový koeficient**, neboli, finanční páka vypovídá o tom, kolik peněžních jednotek aktiv firmy připadá na jednu peněžní jednotku zdrojů vlastního kapitálu. Pro dlouhodobý trend je optimální, pokud je finanční páka stabilní nebo alespoň neklesající.

$$\text{majetkový koeficient} = \frac{A}{VK}. \quad (2.3)$$

**Ukazatel celkové zadluženosti** je podíl celkových závazků k celkovým aktivům. Čím vyšší je jeho hodnota, tím vyšší je riziko věřitelů. Je významný zejména pro dlouhodobé věřitele. Zadluženost ovlivňuje jak výnosnost podniku, tak věřitelské riziko.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{CK}{A}, \quad (2.4)$$

kde  $CK$  je cizí kapitál.

**Zadluženost vlastního kapitálu** je poměr cizího a vlastního kapitálu. Akceptovatelná hodnota tohoto ukazatele je 80-120%<sup>4</sup>.

$$\text{zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK}. \quad (2.5)$$

**Ukazatel úvěrové zadluženosti** je důležitý podniků, jejichž rozhodující formou cizích zdrojů jsou bankovní úvěry.

$$\text{úvěrová zadluženost} = \frac{ÚV}{VK}, \quad (2.6)$$

kde  $ÚV$  jsou přijaté úvěry.

Dalšími často používanými ukazateli jsou **úrokové zatížení** a **úrokové krytí**. Je-li hodnota ukazatele úrokového zatížení rovna 100%, znamená to, že firma vydělává pouze na úroky. Pokud je hodnota ukazatele nižší než 100%, pak podnik nevydělá ani na úroky.

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}, \quad (2.7)$$

kde  $EBIT$  je zisk před daní a úroky.

Ukazatel **úrokového zatížení** vyjadřuje, jakou část vytvořené produkce odčerpávají úroky. Je vhodné jej používat v souvislosti s vývojem rentability a výnosnosti.

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}. \quad (2.8)$$

---

<sup>4</sup> Zdroj: DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku, str. 75

#### 2.3.4.2 Ukazatele rentability

Základním ukazatelem této skupiny je rentabilita vloženého kapitálu. Jedná se o poměr zisku a vloženého kapitálu. Podle toho, jaký kapitál je do výpočtu zahrnut, jsou rozlišovány ukazatele: rentabilita aktiv (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE).

Klíčovým měřítkem rentability je **rentabilita aktiv**, protože poměruje zisk s veškerými vloženými aktivy bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.

$$ROA = \frac{EBIT}{A} \cdot 100 (\%). \quad (2.9)$$

**Rentabilita dlouhodobých zdrojů** je vyjádřením efektu z dlouhodobých investic bez ohledu na to, odkud vložený kapitál pochází.

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + CZ_{dlouhodobé}} \cdot 100 (\%). \quad (2.10)$$

**Rentabilita vlastního kapitálu** vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů, tedy i jejich zhodnocení v zisku.

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \cdot 100 (\%), \quad (2.11)$$

kde *EAT* je zisk po zdanění.

U ukazatelů výnosnosti platí, že čím je hodnota ukazatele vyšší tím je firma schopnější přeměnit vložený kapitál v zisk.

#### 2.3.4.3 Ukazatele likvidity

Pojem likvidita je chápán jako schopnost firmy hradit své závazky. Prostřednictvím ukazatelů likvidity je determinována schopnost podniku získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb.

V rámci **ukazatele celkové likvidity** jsou poměřována oběžná aktiva, u nichž je očekávána přeměna na peněžní prostředky ke krátkodobým závazkům, které jsou v brzké době splatné. Doporučená hodnota tohoto ukazatele je v rozmezí od 1,5 do 2,5.

$$celková\ likvidita = \frac{OA}{KZ}, \quad (2.12)$$

kde *KZ* jsou krátkodobé závazky.



Při výpočtu **pohotové likvidity** jsou oběžná aktiva očištěna do zásob. Berou se tedy v úvahu jen pohotové prostředky. Hodnota by se měla pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5.

$$pohotov\acute{a} \text{ likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{KZ}. \quad (2.13)$$

Základní složkou **okamžité likvidity** jsou pouze pohotové platební prostředky, což jsou peníze na bankovních účtech, v hotovosti a šeky. Doporučená hodnota tohoto ukazatele je 0,2 - 0,5.

$$okamžitá \text{ likvidita} = \frac{\text{pohotov\acute{e} plateb\acute{i} prost\acute{r}.}}{KZ}. \quad (2.14)$$

Rozdílovým ukazatelem likvidity je **čistý pracovní kapitál**. Tento ukazatel představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotov\acute{e} peněžní prostředky.

$$\check{CPK} = \text{ob\acute{e}b\acute{e}žná aktiva} - \text{krátkodob\acute{e} závazky}, \quad (2.15)$$

kde  $\check{CPK}$  je čistý pracovní kapitál.

#### 2.3.4.4 Ukazatele aktivity

Tato skupina ukazatelů měří efektivnost, s jakou firma využívá svá aktiva. Ukazatel obratu neboli **obrátky aktiv** měří intenzitu využití celkového majetku

$$\text{obrátkacelkov\acute{y}ch aktiv} = \frac{T}{A}, \quad (2.16)$$

kde  $T$  jsou tržby.

**Doba obratu** vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu tržbám. V různých modifikacích tohoto ukazatele je vyjádřena např. doba obratu aktiv, doba obratu zásob, pohledávek nebo závazků. Konstrukce vzorce je stejná pro všechny položky rozvahy. Následující vztah je vyjádřením doby obratu aktiv.

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{A \cdot 360}{T} (\text{dny}). \quad (2.17)$$

Pro posouzení „finančního zdraví“ podniku se existuje velké množství ukazatelů a mnohé mají obdobnou vypovídací schopnost. Při analýze je nutné postihnout základní oblasti finanční situace podniku.

## **2.4 Finanční plán**

Pro potřeby oceňování je nutné sestavit dlouhodobý finanční plán, který je součástí dlouhodobého podnikového plánu. Zohledňují se v něm všechny činnosti a vnější vztahy. Cílem finančního plánu je co nejpřesněji naplánovat zisk, proto zisk jako finanční cíl může být vytyčen jen v rámci dlouhodobého horizontu. Lhůtám investičních a výzkumně vývojových projektů odpovídá dlouhodobý finanční plán podniku, zpravidla na každých příštích pět let.

Nejdůležitějším faktorem ovlivňujícím finanční potřeby a současně i vymezujícím rozhodující provozní příjmy je objem tržeb. Plán tržeb vychází z prognózy tržních podmínek a z plánu prodeje. Předmětem prognózy trhu je celkový objem na cílových trzích a tržní podíl, o který by firma mohla na nich usilovat s ohledem na konkurenci. Tržní objem bývá vyjádřen v hmotných nebo peněžních jednotkách, tržní podíl v procentech. Plán prodeje vyjadřuje obchodní cíle, které si na podkladě prognózy vytyčila firma a na které navazuje obchodní strategie: stabilita, expanze, útlum. Na plán prodeje navazuje plán tržeb. Plánované tržby jsou vstupem pro finanční plán.

Finanční plánování je možné realizovat na základě různých metod. Nejvyužívanější je metoda pevného podílu na tržbách, která vychází se z předpokladu, že podíl vybraných položek na tržbách je v čase konstantní (např. podíl provozních nákladů na celkových tržbách). Při použití metody proměnlivého podílu na tržbách je podíl na tržbách se v čase mění. Pomocí simulační metody jsou vytvořeny varianty scénářů vývoje pro optimistický scénář, normální vývoj, pesimistický.

Při finančním plánování je nutné dodržet určité zásady. Je nutné vycházet z aktuální tržní situace včetně očekávaných vývojových tendencí, např. tržní ceny, očekávaná inflace, vývoj úrokových sazeb atd. Finanční plán by měl být zaměřen vždy na růst tržní hodnoty firmy, jednotlivé části plánu musí být časově a věcně sladěny. Finanční plán by měl být sestaven klouzavým způsobem, což znamená, že plánovací horizont nového plánu musí částečně překrývat plánovací horizont starého finančního plánu a musí existovat vazba mezi dílčími krátkodobými a dlouhodobým finančním plánem. Dále je nutné zohledňovat ceny, v jakých je plán sestavován, plánuje se vždy v běžných cenách a také je důležité rozlišovat tržní a účetní hodnoty.

Důležitá je volba metody plánování, plánovacího horizontu a délku jednoho plánovaného období. Na počátku tvorby dlouhodobého plánu je důležitý důkladný sběr

dat, jejichž zdroji jsou účetnictví, ostatní plány a makroekonomické prognózy. Na základě potřebných dat je finanční plán sestaven. Poté následuje kontrola plnění plánu.

## **2.5 Metody oceňování**

Metod oceňování podniku existuje celá řada. Volba správné metody zásadním způsobem ovlivňuje, zda bude naplněn cíl oceňování. Volba metod je ovlivněna účelem ocenění a postojem oceňovatele.

Vzhledem k tomu, že většina podniků je do určité míry zadlužena, metody oceňování jsou zpravidla určeny pro oceňování zadlužených podniků.

### **Základní rozdělení metod oceňování**

Metody oceňování lze rozdělit do dvou základních skupin podle toho, v jakých podmínkách je podnik oceňován, zda za neurčitosti nebo za rizika. Rozdělení metod stanovení hodnoty podniku je následující:

Podle konceptu ocenění lze rozdělit metody na:

#### **A: Výnosové:**

- metody diskontovaných peněžních toků,
- metody kapitalizovaných zisků,
- metody EVA.

#### **B: Majetkové:**

- účetní metoda,
- substanční metoda,
- likvidační hodnota.

#### **C: Komparativní:**

- metoda multiplikátorů.

#### **D: Kombinované.**

Při oceňování podniku za rizika je rozdělení metod následující:

#### **E: Aktivní:**

- flexibilní metodologie reálných opcí.

#### **F: Pasivní:**

- metoda jistotních ekvivalentů,
- metoda upraveného nákladu kapitálu.

### **2.5.1 Výnosové metody oceňování**

U této skupiny metod se vychází z předpokladu, že hodnota aktiva je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniku jsou tímto užitekem budoucí ekonomické efekty jako zisk, dividendy nebo finanční toky. Hodnota u těchto metod závisí na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. Nejpoužívanějšími výnosovými metodami jsou metody diskontovaných peněžních toků DCF (Discounted Cash Flow) a metody kapitalizovaných zisků.

#### **2.5.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků**

Tyto metody jsou založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Volný peněžní tok je hlavním měřítkem, jež je používáno při oceňování podniku, jelikož s růstem peněžních příjmů roste i hodnota firmy. Metody DCF patří k velmi využívaným metodám oceňování podniku. Při použití těchto metod je kladen důraz na splnění několika zásadních úkolů. Velmi důležité je vymezení budoucích peněžních toků, poté správné stanovení nákladu kapitálu, kterým bude peněžní tok diskontován a třetím je stanovení hodnoty ocenění.

Podle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál a podle toho, jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu, lze rozlišit čtyři základní metody spadající do skupiny metod diskontovaných peněžních toků:

- metoda DCF-entity,
- metoda DCF-equity,
- metoda DDM (Dividend Discount Model),
- metoda APV (Adjusted Present Value).

Nedílnou součástí postupu ocenění metodami diskontovaných peněžních toků je vymezení volných peněžních toků a stanovení nákladů kapitálu.

#### **Vymezení volných peněžních toků**

Volné peněžní toky FCF (Free Cash Flow) jsou měřítkem hospodářské činnosti podniku. Je to rozdíl mezi příjmy a výdaji, které přináší majetek podniku. Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost je zadlužená, jsou zde uvažovány pouze volné peněžní toky zadlužené společnosti. Členění je následující:

**FCFE (Free Cash Flow of the Equity)** charakterizují volné finanční toky z pohledu vlastníků (akcionářů, společníků s. r.o. atd.). Jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti.

$$FCFE_t^L = EAT_t + odpisy_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + S_t, \quad (2.18)$$

kde  $FCFE_t^L$  je volný peněžní tok pro vlastníky, zadlužené firmy, v čase  $t$ ,  $S$  je saldo čerpání dluhu,  $EAT$  je čistý zisk,  $INV$  je výdaj na pořízení nové investice a  $\Delta\check{C}PK$  je výdaj na trvalý přírůstek čistého pracovního kapitálu.

**FCFD (Free Cash Flow to the Debt)** jsou volné finanční toky pro věřitele. Věřiteli jsou chápána např. banka, která poskytne společnosti úvěr.

$$FCFD_t^L = \dot{U}_t(1-d) - S_t, \quad (2.19)$$

kde  $d$  je sazba daně z příjmu,  $\dot{U}$  jsou nákladové úroky.

**FCFF (Free Cash Flow of the Firm)** jsou volné finanční toky pro vlastníky a věřitele. Ty představují veškeré finanční toky podniku bez ohledu na to, zda jsou určeny vlastníkům nebo věřitelům.

$$FCFF_t^L = FCEE_t^L + FCED_t^L, \quad (2.20)$$

nebo 
$$FCFF_t^L = EAT_t + odpisy_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + úroky_t(1-d). \quad (2.21)$$

V případě, že je společnost nezádlužená, má volný peněžní tok následující podobu:

$$FCFE_t^U = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t, \quad (2.22)$$

U nezádluženého podniku platí, že volné peněžní toky jsou totožné s peněžními toky pro vlastníky ( $FCFE^U = FCFF^U$ ).

## Náklady kapitálu

Pojem náklad kapitálu představuje náklad podniku na získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Náklady na kapitál vyjadřují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Náklady kapitálu jsou významnou oblastí pro řadu rozhodování a úvah, mezi něž patří také oceňování společnosti.

### Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál jsou kombinací různých forem kapitálu a lze je zapsat takto:

$$R_A = \frac{R_D \cdot (1-d) \cdot CZ + R_E \cdot VK}{C}, \quad (2.23)$$

kde  $R_D$  jsou náklady na úročený cizí kapitál  $d$  je sazba daně z příjmu,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $C$  je celkový investovaný kapitál, tedy  $VK + CZ$ .

Náklady na kapitál zahrnují dvě složky a to náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál. Při vyčíslování nákladu kapitálu je dobré vycházet z tržních hodnot. Náklad na kapitál jsou z velké míry ovlivněny kapitálovou strukturou podniku.

### Náklady na cizí kapitál

Tyto náklady je možné vyjádřit, jako úroky nebo kupónové platby, které je nutné platit věřitelům. Je-li dluh v podobě bankovního úvěru, pak se náklad cizího kapitálu určí takto:

$$R_D = i(1-d), \quad (2.24)$$

kde  $i$  je úroková míra z dluhu.

V případě, že společnost má různou strukturu úvěrů, je možné úrokovou míru určit dle následujícího vztahu:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměr stav bankovních úvěrů}}. \quad (2.25)$$

Náklady dluhu získaného upisováním obligací jsou určeny jako výnos do splatnosti obligace. Náklady dluhu jsou pak určeny takto:

$$TC = \sum_{t=0}^T \frac{c_t}{(1+R_D)^t} + \frac{NH_t}{(1+R_D)^T}. \quad (2.26)$$

kde  $c$  je kupónová platba,  $T$  je doba do splatnosti obligace a  $NH$  je nominální hodnota.

### Náklady na vlastní kapitál

Tyto náklady kapitálu je možné určit na bázi tržních přístupů nebo pomocí metod a modelů, které vychází z účetních dat. Uplatnění jednotlivých metod závisí na dostupnosti dat. Základními metodami určení nákladu vlastního kapitálu jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM,
- arbitrážní model – APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

*Model oceňování kapitálových aktiv CAPM* představuje tržní přístup ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Je to rovnovážný model kapitálových aktiv, kde rovnováha je dána tím, že mezní sklon výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Jedná se o jednofaktorový model. Nejpoužívanějším je CAPM-SML verze.

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.27)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

Beta koeficient je ovlivněn zadlužeností firmy a proto pokud je model používán v podmínkách zadluženého podniku, je nutné určit koeficient beta zadlužené firmy.

$$\beta^L = \beta^U \cdot (1 - d) \cdot \frac{CZ}{VK}, \quad (2.28)$$

kde  $\beta^L$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia zadlužené firmy a  $\beta^U$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia nezadlužené firmy

*Arbitrážní model* je taktéž tržním přístupem stanovení nákladů na vlastní kapitál, jedná se o vícefaktorový model a podmínkou rovnováhy jen nemožnost arbitráže, tedy že žádný z investorů nedosahuje arbitrážního zisku.

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F], \quad (2.29)$$

kde  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j-tého faktoru,  $E(R_j)$  je očekávaný výnos j-tého faktoru.

*Dividendový model* se využívá k oceňování akcií, kdy současná hodnota akcie je dána budoucí hodnotou dividend z této akcie v jednotlivých letech. Za předpokladu nekonečně dlouhé držby akcie a konstantní dividendy lze tržní cenu akcie určit jako perpetuitu:

$$TC_A = \sum \frac{DIV_t}{R_E}, \quad (2.30)$$

kde  $TC_A$  je tržní cena akcie  $DIV$  je hodnota dividendy.

Za předpokladu konstantního růstu dividend je tržní cena vypočtena takto:

$$TC_A = \sum \frac{DIV_t}{R_E - g}. \quad (2.31)$$

Náklady vlastního kapitálu lze pak vyjádřit takto:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.32)$$

*Stavebnicovými modely* lze náklad kapitálu stanovit jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových prémie, které se odvozují z účetních dat. Stavebnicový INFA (Inky a Ivana Neumayerových) model využívá ministerstvo průmyslu a obchodu.

$$R_E = \frac{R_A \cdot \frac{UZ}{A} - (1-d) \cdot \frac{\dot{U}}{\dot{U}V + OBL} \cdot \left( \frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.33)$$

kde  $\dot{U}V$  jsou bankovní úvěry,  $OBL$  jsou obligace,  $UZ$  jsou úplatné cizí zdroje ( $\dot{U}V + OBL$ ).

Náklady celkového kapitálu jsou tímto modelem stanoveny takto:

$$R_A^U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finastab}} + R_{LA}, \quad (2.34)$$

kde  $R_A^U$  jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy,  $R_F$  je bezriziková úroková míra,  $R_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku,  $R_{\text{podnikatelské}}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{\text{finastab}}$  je riziková přírážka jako riziko vyplývající z finanční stability.

Podmínky:

*Ve skupině ukazatelů charakterizujících velikost podniku:*

- jsou-li  $UZ > 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 0\%$  (hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál,
- jsou-li  $UZ < 100$  mil. Kč pak  $R_{LA} = 5\%$ ,
- jsou-li  $UZ > 100$  mil. Kč, ale  $< 3$  mld. Kč použije se následující propočet:

$$R_{LA} = \frac{(3\text{mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.35)$$



*Ve skupině ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly:*

EBIT/A je riziko závislé na tomto ukazateli a splnění podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním jměním (pro práci s cizím kapitálem) Podmínka zní:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK + \dot{U}V + O)}{A} \cdot \frac{U}{\dot{U}V + O}, \quad (2.36)$$

položíme  $X1 = \frac{(VK + \dot{U}V + O)}{A} \cdot \frac{U}{\dot{U}V + O},$

pokud  $\frac{EBIT}{A} > X1 \Rightarrow R_{podnikatelské} = 0\%,$

pokud  $\frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow R_{podnikatelské} = 10\%,$

pokud  $\frac{EBIT}{A} < X1$  pak:

$$R_{podnikatelské} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{(10 \cdot X1^2)}. \quad (2.37)$$

Ovšem hodnota  $R_{podnikatelského}$  nemůže klesnout pod minimální hodnotu danou variabilitou ukazatele EBIT/A. Minimální hodnota je spočtena pro každé odvětví zvlášť.

Ve skupině ukazatelů charakterizujících vztahy mez aktivy a pasivy – likvidita L3:

- je-li celková likvidita  $> XL$ , pak  $R_{finStab} = 0\%$ ,
- je-li celková likvidita  $< 1$ , pak  $R_{finStab} = 10\%$ ,
- je-li celková likvidita  $> 1$ , ale  $< XL$ , propočte se  $R_{FinStab}$  takto:

$$R_{FinStab} = \frac{(XL - \text{celková likvidita})}{10 \cdot (XL - 1)^2}, \quad (2.38)$$

Pokud je průměrná likvidita průmyslu nižší než 1,25, pak horní hranice  $XL = 1,25$ , pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak  $XL =$  průměrná likvidita průmyslu. U podniků s velkou finanční silou je provedena individuální úprava.

V případě zadluženého podniku je nutné náklady vlastního kapitálu nezadlužené firmy převést na náklady kapitálu firmy zadlužené.

$$R_A^L = R_A^U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot d\right) \quad (2.39)$$

### Metoda DCF-Entity

U této metody je oceňován celkový kapitál, volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele FCFF je diskontován nákladem celkového kapitálu  $WACC=R_A$ . Pro účely této práce budou náklady celkového kapitálu označovány  $R_A$ . Propočet hodnoty podniku je následující:

$$V = \frac{FCFF}{R_A}, \quad (2.40)$$

kde  $V$  je hodnota podniku.

### Metoda DCF-Equity

Při oceňování touto metodou je oceňován pouze vlastní kapitál, volné peněžní toky jsou pouze pro vlastníky FCFE a jsou diskontovány jen nákladem vlastního kapitálu  $R_E$ . Propočet hodnoty podniku jako perpetuity je následující:

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.41)$$

### Metoda DDM

U této metody je oceňován vlastní kapitál, peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy. Jde v podstatě o modifikovaný model DCF, kde se používá místo FCFE dividendy. Peněžní toky jsou rovněž diskontovány nákladem vlastního kapitálu. Existuje jak verze s kontaktní dividendou, tak s rostoucím dividendou, Jedná se o Gordonův model. Výpočet hodnoty podniku lze provést následovně:

$$V = \frac{DIV}{R_E} \quad \text{nebo} \quad V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.42)$$

kde  $g$  je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

Metodu DDM využívají podniky, které dosahují zisku a stabilně vyplácí dividendy.

### Metoda APV

Tato metoda slouží k ocenění celkového kapitálu firmy. Finanční toky jsou toky nezadluženého podniku  $FCFE_U$ , jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu

nezadlužené firmy  $R_U$ . Tímto způsobem je vyčíslena hodnota nezadluženého podniku. Aby bylo možné ocenit zadlužený podnik, je nutné přičíst hodnotu daňového štítu, což znamená diskontovat daňový štít náklady dluhu. Hodnota firmy je pak vyčíslena následovně:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.43)$$

kde  $TS$  je daňový štít.

### Metoda DCF fázová

U výnosových metod oceňování podniku se vychází z plánu peněžních toků. Oceňování metodou DCF je založeno na stanovení současné hodnoty volných peněžních toků FCF. Obecně lze výše uvedené vyjádřit takto:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+R)^t}, \quad (2.44)$$

kde  $V$  je hodnota firmy,  $FCF_t$  jsou peněžní toky v jednotlivých letech,  $R$  je náklad kapitálu,  $t$  jsou jednotlivé roky.

Základním předpokladem v podnikatelské praxi je trvání podniku do nekonečna (going concern). Plánování peněžních toků pro jednotlivá léta je velmi náročné, protože firma během let prochází určitými fázemi vývoje. Podle toho kolik fází se určuje, rozlišují se metody na jednofázové, dvoufázové a vícefázové.

### Jednofázová metoda – perpetuita

Jde o nejjednodušší případ, kdy se předpokládá stejné chování podniku ve všech fázích, při nekonečném trvání firmy. Hodnoty firmy při konstancím FCF je určena jako perpetuita následovně:

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.45)$$

nebo s tempem růstu, popř. poklesu  $g$ ,

$$V = \frac{FCF}{R - g}. \quad (2.46)$$

Odhad tempa růstu hraje velmi důležitou roli. Lze jej odvodit z analýzy časových řad, z historických růstových měr nebo na základě analýzy vnitřních faktorů.

### Dvoufázová metoda

Pro přesnější vyčíslení hodnoty firmy je vhodné rozdělit trvání firmy na dvě fáze. První fáze je obvykle plánována na 3-6 let kdy je možné plánovat peněžní toky poměrně přesně. Po ukončení první fáze následuje fáze druhá, která trvá do nekonečna. Předpokládá se, že pro tuto fázi je odhadnut pouze trend vývoje finančních toků. Hodnota firmy je pak součtem hodnot firmy v jednotlivých fázích, což lze matematicky vyjádřit následovně:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.47)$$

kde  $V_1$  je hodnota firmy za první fázi, a  $V_2$  je hodnota firmy za druhou fázi.

Hodnotu firmy za první fázi  $V_1$  je vyčíslením současné hodnoty peněžních toků v jednotlivých letech což lze vyčíslit takto:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + R_1)^t}, \quad (2.48)$$

kde  $T$  je délka první fáze,  $t$  jsou jednotlivé roky.

Ve druhé fázi se uvažuje pouze s trendem finančních toků. Zde se pracuje s pokračující hodnotou  $PH$  (Continual Value). Pokračující hodnota je vyjádřením hodnoty druhé fáze k počátku druhé fáze matematicky je pokračující hodnota vyjádřena takto:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.49)$$

kde  $R_2$  jsou náklady kapitálu za druhou fázi,

Pokud je předpokládán konstantní růst  $FCF$  tempem  $g$ , je pokračující hodnota vyčíslena následovně:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}. \quad (2.50)$$

Pro zjištění hodnoty druhé fáze je nutné diskontovat pokračující hodnotu k datu oceňování. Pokračující hodnota je vyčíslením hodnoty druhé fáze ocenění k okamžiku začátku druhé fáze, proto je nutné vyjádřit současnou hodnotu k okamžiku ocenění, což znamená diskontovat k začátku prvního období první fáze nákladem kapitálu první fáze. Hodnota druhé fáze je pak vyjádřena takto:

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.51)$$

Výsledná hodnota podniku je součtem hodnot jednotlivých fází. Pokud není předpokládán růst v druhé fázi matematické vyjádření je následující:

$$V = \sum_{t=0}^T \frac{FCF_t}{(1+R_1)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \cdot (1+R_1)^{-T}. \quad (2.52)$$

Za předpokladu konstantního růstu FCF tempem  $g$  ve druhé fázi je hodnota firmy vyčíslena takto:

$$V = \sum_{t=0}^T \frac{FCF_t}{(1+R_1)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(R_2 - g)} \cdot (1+R_1)^{-T}. \quad (2.53)$$

### Vícefázové metody

Více fázové metody jsou založeny na stejném principu jako metoda dvoufázová. Hodnota firmy je součtem hodnot za jednotlivé fáze. Předpokládá se, že poslední fáze má nekonečné trvání. U vícefázových hodnot se neuvažuje s pokračující hodnotou ale s tzv. fázovou hodnotou, která je vždy vyjádřením hodnoty podniku za danou fázi k počátku této fáze. Fázovou hodnotu je nutné diskontovat k datu ocenění. Hodnota firmy vícefázovou metodou je propočtena na základě tohoto vztahu:

$$V = FH_1 + \frac{FH_2}{(1+R_1)^{T_1}} + \frac{FH_3}{(1+R_2)^{T_2}} + \dots + \frac{FH_n}{(1+R_{n-2})^{T_{n-2}}} + \frac{PH}{(1+R_{n-1})^{T_{n-1}}}, \quad (2.54)$$

kde  $T_{ij}$  je délka od momentu oceňování po konec  $i$ -té fáze,  $FH$  je fázová hodnota.

Pro určení fázové hodnoty platí následující vztah:

$$FH = \sum_{t=1}^{Q_i=T_i-T_{i-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1+g}{(1+R_i)^t}, \quad (2.55)$$

kde  $Q_i=T_i-T_{i-1}$  je délka od momentu oceňování po konec  $i$ -té fáze.

Postup, který je uveden pro výpočet hodnoty firmy metodou DCF, je platný pro stanovení hodnoty firmy, prostřednictvím téměř všech metod, jež jsou založeny na odhadu budoucích ekonomických veličin.

#### 2.5.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Tato metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků. Zisky jsou plánovány na základě historických dat. Základním údajem pro výpočet hodnoty firmy je trvale udržitelný zisk, což je účetní zisk, který je podroben řadě korekcí. Určení hodnoty podniku touto metodou je možné ve dvou variantách: metoda analytická a

paušální metoda. Výsledkem ocenění metodou kapitalizovaných zisků je hodnota vlastního kapitálu.

### Metoda analytická

Postup stanovení hodnoty firmy touto metodou je podobný jako metodou DCF s tím rozdílem, že očekávaný výnos se na rozdíl od DCF nekalkuluje z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření.

Pro ocenění touto metodou je nutné stanovit hodnotu odnímatelného čistého výnosu  $\check{V}$ . Ten je vypočten tak, že zisk upraven je o položky, které mají mimořádný charakter. Určení hodnoty společnosti je následující:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{\check{V}_t}{(1 + R_{E_t})^{-t}} + \frac{\check{V}_{t+1}}{R_{E_{t+1}}} \cdot (1 + R_{E_t})^{-T} \quad (2.56)$$

### Metoda paušální

Ocenění metodou paušální nevychází z finančního plánu, ale z výsledků hospodaření minulých let. Zisk minulých let je rovněž potřeba upravit o mimořádné položky.

Výchozí je výsledek hospodaření před zdaněním. K tomuto hospodářskému výsledku jsou přičteny odpisy, a mimořádné výnosy jsou odečteny a mimořádné náklady přičteny. Tak je vyčíslen upravený výsledek hospodaření před odpisy  $UVH$ .

$UVH$  je nutné vyjádřit v cenách roku oceňování, což je provedeno vynásobením  $UVH$  bazickým indexem vztaženým k roku ocenění. Každému roku je následně přiřazena váha, zpravidla tak, že nejvzdálenějšímu období patří váha nejnižší a období, které je k datu ocenění nejbližší, patří váha nejvyšší. Z hodnot je propočten vážený průměr, tedy trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy, k němuž jsou přičteny odpisy v reprodukčních cenách zjištěných k datu ocenění. Trvale odnímatelný čistý výnos  $TOV$  je vypočten odečtením daně, z příjmu. V tomto případě se používá daňová sazba platná v roce ocenění. Hodnota vlastního kapitálu je vyčíslena jako perpetuita:

$$V = \frac{TOV}{R_E}. \quad (2.57)$$

## 2.5.2 Majetkové metody ocenění

Majetkové metody ocenění jsou založeny na ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů.

### 2.5.2.1 Účetní metoda

Tato metoda vychází ze stavových veličin, tedy z rozvahy. Hodnota je odvozena z cen historických. Majetek, závazky a dluhy jsou oceněny v nominálních hodnotách. Při stanovení hodnoty podniku touto metodou jsou oceněny jednotlivé složky aktiv zvlášť. Souhrnné ocenění aktiv je součtem těchto cen. Po odečtení hodnoty dluhů a závazků od aktiv je vyčíslena hodnota vlastního kapitálu, což je možné zjednodušeně znázornit následovně:

$$\text{hodnota vlastního kapitálu} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů.} \quad (2.58)$$

Výhodou této metody je snadná dostupnost dat, která jsou čerpána z účetních výkazů. Výhodou je rovněž snadný výpočet. Tato metoda ovšem patří k méně přesným, jelikož nevychází z tržního ocenění a nejsou zde zohledněna nehmotná aktiva.

### 2.5.2.2 Substanční metoda

Pojem substanční hodnota je chápán jako souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků. Výsledkem ocenění substanční metodou je substanční hodnota netto  $S_n$ . Výpočet substanční metody lze znázornit následovně:

$$\begin{aligned} &^5 \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ + & \quad \text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku} \\ = & \quad \text{Substanční hodnota brutto } S_b \\ - & \quad \text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách} \\ = & \quad \text{Substanční hodnota netto } S_n \end{aligned}$$

V porovnání s účetní metodou má metoda substituční určitá pozitiva. Při ocenění položek majetku jsou zohledňovány tržní podmínky, vzhledem k tomu, že jsou při oceňování používány reprodukční pořizovací ceny. Tato metoda ovšem nebere v úvahu vliv výnosnosti na hodnotu podniku. Je zde také opomíjena hodnota specifických nehmotných aktiv.

---

<sup>5</sup> Zdroj: DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku, str. 152

### 2.5.2.3 Metoda likvidační hodnoty

Prostřednictvím metody likvidační hodnoty je zjištěna hodnota podniku k určitému datu. Předpokládá se, že podnik k tomuto datu ukončí činnost, jeho majetek bude rozprodán a budou zaplacený závazky. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku.

### 2.5.3 Metody komparativní

Komparativní metody jsou založeny na odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Používá se u podniků, jejichž podíly jsou veřejně obchodovatelné. Základem je stanovení multiplikátorů, pomocí nichž jsou zohledněny rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňování podniku a porovnávaných podniků.

Výhodou této metody je rychlost získání hodnoty a jednoduchost výpočtu. Za nevýhodu lze považovat nízkou vypovídací schopnost, je totiž nutné najít srovnatelný podnik což je velmi obtížné. Hodnotu firmy komparativní metodou ji obecně možné získat na základě tohoto vztahu:

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.59)$$

### 2.5.4 Metody kombinované

Hodnota podniku vypočtená kombinovanou metodou je založena na průměru hodnot propočtených dle uvedených metod. Výpočet je určen jako vážený průměr:

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.60)$$

kde  $w_i$  je váha přiřazená jednotlivým metodám,  $V_i$  je hodnota propočtená dle  $i$ -té metody.

S použitím této metody se částečně eliminují nedostatky jednotlivých metod, např. u substanční metody nejsou zohledněny očekávané výnosy podniku a metoda výnosová nezachycuje skutečnou hodnotu majetku.



### **3 Strategická a finanční analýza společnosti Feron, a.s.**

#### **3.1 Představení společnosti**

Základním předmětem podnikání společnosti je skladový velkoobchod, zaměřený na nákup, skladování, úpravu a prodej hutních výrobků, hutních druhovýrobků, neželezných kovů a navazujícího železářského sortimentu.

##### **Identifikační údaje:**

<b>Obchodní firma</b>	Feron, a.s.
<b>Identifikační číslo</b>	26 44 01 81
<b>Sídlo</b>	Havlíčková čp. 1043/11, 111 82 Praha 1
<b>Datum vzniku</b>	21. 3. 2001
<b>Základní kapitál</b>	3 000 000 000 Kč

Společnost je zapsána v obchodním rejstříku vedeném u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 7143.

Vlastníkem společnosti je IRG STEEL LIMITED se sídlem Londýn WC2B 4JF, 95 Aldwych, Spojené království Velké Británie a Severního Irska. Tento jediný akcionář vlastní k 31. 12. 2007 celkem 300 ks akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000 000 Kč – neregistrované akcie v listinné podobě.

##### **3.1.1 Historie společnosti**

Společnost byla původně založena jako Rekulus, a.s., a to skupinou jednajících majoritních akcionářů tehdejší společnosti Feron, a.s. (IČ 25 79 20 75). K rozhodnému dni 1. 4. 2001 převzala společnost jako hlavní akcionář podle § 220 obchodního zákoníku společnost Feron, a.s. (IČ 25 79 20 75), a to na základě smlouvy o převzetí schválené valnými hromadami obou společností dne 27. 6. 2001. Zápis převzetí do obchodního rejstříku nabyl právní moci dne 29. 8. 2001. Na základě smlouvy o sloučení převzala společnost jako společnost nástupnická jmění zanikající mateřské společnosti STEEL INVESTMENTS GROUP, a.s., k rozhodnému dni 1. 1. 2005.

Obchodní činnost Ferony je orientována především na tuzemský trh. Okruh zákazníků tvoří tisíce především středních a menších průmyslových, stavebních,

zemědělských a obchodních firem a živností, pro které není efektivní nakupovat přímo od výrobců.

Ferona je schopna ve svých prodejních jednotkách, velkoobchodních skladech i maloobchodních prodejnách obsluhovat nejširší spektrum zákazníků, od velkých průmyslových firem až po drobnou klientelu.

### **3.1.2 Organizační struktura**

Akciová společnost Ferona, a.s., je organizačně členěna na tři územně definované prodejní divize. Čtvrtou divizí je servisní centrum na příčné i podélné dělení za studena válcovaných ocelových svitků.

Všechny čtyři divize jsou do obchodního rejstříku zapsány jako odštěpné závody:

- Divize I. se sídlem v Praze má pobočky v Liberci a Hradci Králové a další provozovnu v Českém Brodě.
- Divize II. se sídlem v Chomutově má pobočky v Plzni a Českých Budějovicích (provozovna v Ostrově nad Ohří je pronajata).
- Divize III. se sídlem v Olomouci má pobočky v Brně a Ostravě a další provozovny v Jihlavě a Starém Městě u Uherského Hradiště.
- Divize IV. – Steel Servis Centrum sídlí v Hradci Králové.

Ferona, a.s., je mateřským podnikem ve skupině, do které k 31. prosinci 2007 patřily tyto ovládané osoby a účetní jednotky pod podstatným vlivem a jimi ovládané osoby:

### **FERONA Slovakia, a.s.**

<b>Sídlo</b>	Bytčická 12, Žilina, Slovensko
<b>Identifikační číslo</b>	36401137
<b>Další provozovny</b>	Bratislava, Nitra, Martin, Košice
<b>Činnost</b>	velkoobchod hutními výrobky
<b>Vlastní kapitál</b>	1 050 511 tis. Sk
<b>Výsledek hospodaření roku 2007</b>	20 136 tis. Sk
<b>Podíl Ferony, a.s., na ZK</b>	100 %
Účetní hodnota podílu Ferony, a.s. (netto) je 681 152 tis. Kč	

**Ferona Polska, S.A.**

<b>Sídlo</b>	Mikolowska 31, Myslowice, Polsko
<b>Identifikační číslo</b>	240569429
<b>Další provozovny</b>	žádné
<b>Činnost</b>	velkoobchod hutními výrobky
<b>Vlastní kapitál</b>	4 660 tis. PLN
<b>Výsledek hospodaření roku 2007</b>	1 840 tis. PLN
<b>Podíl Ferony, a.s. na ZK</b>	100 %
Účetní hodnota podílu Ferony, a.s. (netto) je 48 557 tis. Kč	

**FERONA – Dělicí centrum, a.s.**

<b>Sídlo</b>	Plzeňská 18, Ostrava
<b>Identifikační číslo</b>	26168634
<b>Další provozovny</b>	žádné
<b>Činnost</b>	dělení ocelového pásu
<b>Vlastní kapitál</b>	93 195 tis. Kč
<b>Výsledek hospodaření roku 2007</b>	20 626 tis. Kč
<b>Podíl Ferony, a.s. na ZK</b>	100 %
Účetní hodnota podílu Ferony, a.s. je 57 257 tis. Kč	

**FERONA THYSSEN PLASTICS, s.r.o.**

<b>Sídlo</b>	ul. ČSA 730, Velká Bystřice
<b>Identifikační číslo</b>	25354418
<b>Další provozovny</b>	Králův Dvůr, Brno a FTP Slovakia, s.r.o Bratislava
<b>Činnost</b>	velkoobchod technickými plasty
<b>Vlastní kapitál</b>	111 602 tis. Kč
<b>Výsledek hospodaření roku 2007</b>	4 646 tis. Kč
<b>Podíl Ferony, a.s., na ZK</b>	50 %
Účetní hodnota podílu Ferony, a.s. je 8 218 tis. Kč	

### **3.1.3 SWOT analýza**

Smyslem této analýzy je identifikovat silné a slabé stránky společnosti, příležitosti, které by společnost mohla využít a možné hrozby.

#### **Silné stránky**

Společnost má vybudovanou síť poboček na území České republiky, proto je její zboží zákazníkovi dostupné v krátkých dodacích lhůtách. Za silnou stránku leze také považovat poskytování doprovodných služeb jako např. autodoprava, dělení materiálu a další.

#### **Slabé stránky**

Za slabou stránku lze považovat nutnost obnovy jeřábové techniky a dalšího vybavení. Aby si udržela společnost současné postavení na trhu nebo postavení vyšší, musí každoročně provádět investice do moderního vybavení, díky němuž dochází k rostoucí efektivitě práce.

#### **Příležitosti**

Z hlediska rozvoje společnosti považujeme za klíčovou příležitostí realizace investičního programu v oblasti nových technologií úpravy zboží i našich dalších projektů a rozšíření aktivit společnosti na nové trhy.

#### **Hrozby**

Hrozbu představuje současná ekonomická situace. V určitých případech by mohlo dojít k omezení dodávek do klíčových odvětví jako např. stavebnictví a automobilový průmysl.

## **3.2 Strategická analýza**

Strategická analýza je zaměřena na definování podmínek, příležitostí a hrozeb na trhu, interních silných a slabých stránek, které tvoří východisko pro strategii společnosti.

V rámci strategické analýzy je nutné zachytit podmínky, ve kterých společnost provozuje svoji činnost a které její činnost ovlivňují. Tato analýza je dělena na analýzu mikroprostředí a makroprostředí.

### 3.2.1 Analýza makroprostředí

Za makroprostředí podniku lze považovat ekonomické prostředí, v němž podniku funguje, politické prostředí, technologické prostředí a sociální prostředí. Vývoj makroprostředí má podstatný vliv na výkonnost podniku. Na základě minulých a současných podmínek je možné utvořit predikci vývoje makroprostředí a tím určit směr dalšího vývoje podniku.

#### Ekonomické prostředí

V rámci této složky strategické analýzy je sledován vývoj HDP, kurz měny, míra inflace, míra nezaměstnanosti, a další. Vývoj těchto ukazatelů je velmi důležitý pro sestavení finančního plánu. Na jejich správné interpretaci závisí správnost ocenění.

#### Vývoj HDP

Rok 2007 byl ve znamení stabilní ekonomiky. Výkon ekonomiky vyjádřen hrubým domácím produktem byl zvýšen meziročně reálně o 6,5%, což byl rekord v novodobé historii české ekonomiky. Vysoký podíl na této skutečnosti měl zpracovatelský průmysl. Ekonomický růst ČR byl vyšší než ekonomický růst eurozóny (růst eurozóny byl 2,9%), což vedlo k posílení mezinárodní ekonomické pozice ČR. Vývoj HDP v období 1999-2007 je uveden v tabulce 3.1.

Tabulka č. 3.1: Vývoj HDP (1999-2007)<sup>6</sup>

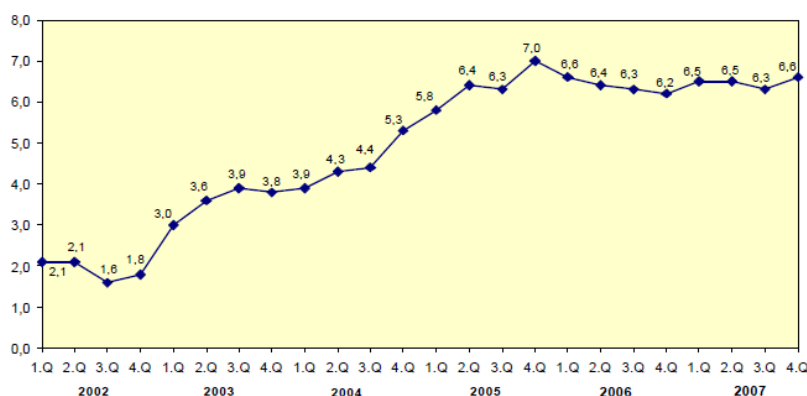
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
HDP v mld. Kč v BC	2 080,8	2 189,2	2 352,2	2 464,4	2 577,1	2 814,8	2 983,9	3 215,6	3 530,2
HDP v mld. Kč v SC	2 112,1	2 189,2	2 242,9	2 285,5	2 367,8	2 474,0	2 630,3	2 808,8	2 975,9
IPD <sup>7</sup>	98,5	100,0	104,9	107,8	108,8	113,8	113,4	114,5	118,6
HDP v % reálně	1,30	3,65	2,46	1,90	3,60	4,48	6,32	6,79	5,95

Hlavním zdrojem růstu reálného hrubého domácího produktu, stejně jako v roce 2006, byla v roce 2007 domácí poptávka, a to zejména spotřeba domácností. Hospodářský růst v tomto období byl rovněž příznivě ovlivněn vnějším prostředím.

<sup>6</sup> zdroj: [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.STROM\\_KOREN](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_KOREN)

<sup>7</sup>  $IPD = (HDP \text{ v BC} / HDP \text{ ve SC}) 100$

Graf č. 1: Vývoj HDP (meziroční % změny)<sup>8</sup>



Vývoj jednotlivých složek HDP byl v předcházejících letech různý. V roce 2004 byla hlavním faktorem růstu hrubého domácího produktu tvorba hrubého kapitálu. Připojení České republiky k EU mělo příznivý dopad na rostoucí ekonomiku vlivem vnějšího sektoru na hospodářský růst. Současně došlo k meziročnímu snížení příspěvku konečné spotřeby, protože domácnosti realizovaly nákupy v předstihu v souvislosti s očekávaným růstem cen.

V roce 2005 se meziroční zrychlení růstu ekonomiky opíralo o výrazné zlepšení bilance zahraničního obchodu ve stálých cenách, které přispělo k růstu hrubého domácího produktu. Oživení bylo zaznamenáno také u výdajů na konečnou spotřebu. Na druhé straně nižší tvorba hrubého kapitálu souvisí s poklesem stavu zásob.

V roce 2006 si hospodářský růst udržel dynamiku předchozího roku, ale hlavním zdrojem růstu byla domácí poptávka. Došlo ke zvýšení jak investičních aktivit, tak i konečné spotřeby, zejména vlivem příznivého ekonomického vývoje. Nižší příspěvek zahraničního obchodu byl odrazem zejména zrychleného růstu dovozu.

V roce 2007 se růstová dynamika mírně zrychlila s tím, že ve struktuře domácí poptávky k růstu výrazněji přispěla konečná spotřeba než hrubá tvorba kapitálu. Výdaje domácností na konečnou spotřebu v roce 2007 vzrostly meziročně reálně o 5,7 %. Poptávka domácností byla povzbuzena zejména příznivým vývojem na trhu práce, kdy vzrostla jednak zaměstnanost, ale také průměrná mzda.

V průběhu 2007 bylo zaznamenáno mírné zpomalení spotřeby domácností na konci roku 2007.

<sup>8</sup> Zdroj: ČSÚ, graf MPO: Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za 1. pololetí 2008 str. 17.

Vývoj české ekonomiky probíhal v prvním pololetí roku 2008 ve ztížených podmínkách, jejichž projevem bylo zejména oslabení globálního růstu, vyvolané rostoucí nejistotou světového finančního systému, zvýšení cen surovin a rychlé posilování kurzu koruny. Hrubý domácí produkt vzrostl meziročně reálně o 5,0%, což bylo o 1,8 procentního bodu méně než ve stejném období předchozího roku. Zpomalení ekonomického vývoje bylo doprovázeno změnami ve struktuře výdajových položek. Oslabil vliv domácí poptávky, tvorba hrubého kapitálu meziročně reálně vzrostla v 1. pololetí pouze o 1,7 % a konečná spotřeba o 2,5 %, což bylo částečně kompenzováno zvýšením čistého vývozu.

### **Kurz měny**

Vývoj měnového kurzu lze považovat za stabilní. Při pozorování vývoje kurzu Kč/EUR je patrné posílení Kč od pololetí roku 2004, na začátku roku 2004 okolo 33 Kč/EUR. V tomto trendu vývoj pokračuje do poloviny roku 2008, kdy se kurz pohyboval okolo 23 Kč/EUR.

V následující tabulce je uveden průměr denních nominálních kurzů koruny vůči EUR za rok, viz tab. 3.2.

*Tabulka č. 3.2: Vývoj měnového kurzu (Kč/EUR)*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kurz Kč/EUR	36,88	35,61	34,08	30,81	31,84	31,90	29,78	28,34	27,76

### **Míra inflace**

Míra inflace je ve sledovaném období poměrně stabilní a poměrně nízká. V prvním čtvrtletí roku 2007 je zaznamenán mírný rostoucí výkyv spotřebitelských cen. K růstu spotřebitelských cen přispěl především růst cen potravin a energií. Na druhé straně působila protiinflačně silná koruna. Zrychlující se tempo růstu cen znamenalo zvýšení inflace nad úroveň zemí EU, takže Česká republika patřila mezi země s nejrychleji rostoucí inflací.

Zrychlení cenového vývoje v průběhu roku se projevilo na úrovni reálných výdajů domácností na konečnou spotřebu. Hodnoty průměrné míry inflace ve sledovaném období jsou uvedeny v tabulce č 3.3.

Tabulka č. 3.3: Vývoj míry inflace (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Průměrná míra inflace	2,10	3,90	4,70	1,80	0,10	2,80	1,90	2,50	2,80

Přes zpomalení spotřeby v závěru roku byl celoroční výsledek nejvyšší růst za poslední čtyři léta, když vyšší poptávka domácností byla povzbuzena zejména růstem zaměstnanosti a vyššími příjmy. Zejména vlivem vyšších výdajů zdravotních pojišťoven se meziročně zvýšila také konečná spotřeba vlády a to o 0,9 %.

### Míra nezaměstnanosti

Ve sledovaném období je míra nezaměstnanosti rovněž stabilní má, v obdobích 2000-2003 klesající tendenci, viz tab. 3.4.

Tabulka č. 3.4: Vývoj nezaměstnanosti (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Obecná míra nezaměstnanosti	8,70	8,80	8,10	7,30	7,80	8,30	7,90	7,10	5,30

Jak je patrné z výše uvedené tabulky, míra nezaměstnanosti v roce 2007 byla v České republice ve sledovaném období nejnižší.

### Úrokové sazby

Vývoj úrokových sazeb má bezprostřední dopad na vývoj hodnoty společnosti. Vliv vývoje úrokových sazeb na hodnotu podniku lze pozorovat přes vývoj kurzu akcií. Zde platí inverzní vztah. V případě růstu úrokových sazeb hodnota akcií společnosti klesá a v případě poklesu úroků hodnota akcií, čili hodnota podniku naopak roste.

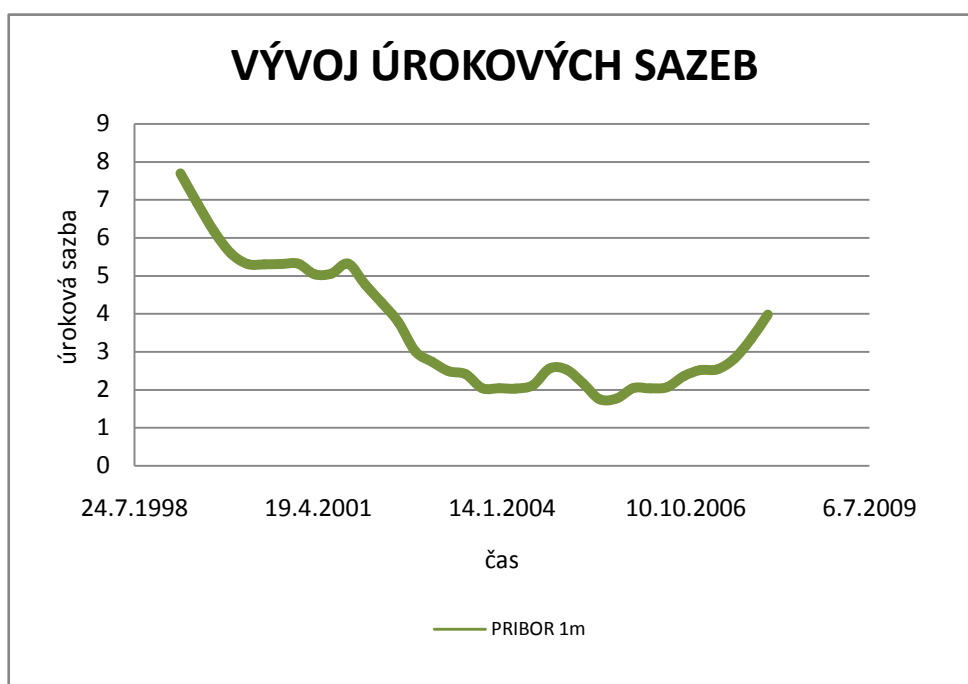
Tabulka č. 3.5: Vývoj úrokových sazeb finančního trhu (PRIBOR 1m,%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PRIBOR 1m	5,59	5,32	4,77	2,73	2,04	2,53	2,05	2,52	3,98

Vývoj úrokových sazeb v ČR je zde znázorněn prostřednictvím sazby PRIBOR (Prague InterBank Offered Rate), což je pražská mezibankovní úroková sazba.



Graf č. 2: Vývoj úrokových sazeb na finančních trzích (%)



Ve sledovaném období je zaznamenán pokles úrokových sazeb. K výraznějšímu nárůstu dochází v průběhu třetího čtvrtletí roku 2005 a do konce sledovaného období tento trend pokračuje.

### **Ekonomický výhled do budoucna**

V polovině roku 2008 se v ČR začaly projevovat následky americké hypotéční krize. Po letech ekonomického růstu tak došlo v ČR k mírnému poklesu ekonomiky.

Tento pokles pocítily především společnosti vyrábějící pro automobilový průmysl, dopravci, developři, stavební firmy, zemědělci a hoteliéři. České firmy se musí po letech úspěšného růstu připravit na hubenější léta.

V těchto firmách došlo koncem roku 2008 a ve větší míře začátkem roku 2009 k propouštění zaměstnanců, jelikož došlo k propadu zakázek, který byl zapříčiněn mj. silnou korunou v roce 2008. Firmy se rovněž začaly potýkat s horším přístupem k penězům kvůli tomu, jak banky zpřísnují své podmínky pro poskytování úvěrů.

Tyto skutečnosti mají velmi razantní dopad na hospodaření mnoha podniků. Řada z nich omezuje svou výrobu, investiční činnost a ty slabší krachují. Zisky firem se

snižují, mnoho firem prodává na hranici ziskovosti nebo dokonce pod cenou a tak vzniká řada „ztrátových firem“.

Vzhledem k tomu, že dochází k zmrazení úvěrů developerským společnostem, je omezena bytová výstavba. V tomto oboru se proto neudrží spousta menších a středních firem. Velké společnosti, které jsou schopny projekty samy profinancovat, se do větších problémů nedostávají.

Své podnikání ukončí také někteří řemeslníci, kteří pracovali pro sklárny či textilky, jež nyní končí. Tyto skutečnosti vedou mj. také k růstu nezaměstnanosti. V průběhu roku 2008 je míra nezaměstnanosti stále na mírné úrovni, dokonce je zaznamenán mírný pokles až do prosince 2008, kdy dojde k růstu na 6% a v únoru 2009 je míra nezaměstnanosti vyčíslena na 7,4%.

Při aplikaci této situace na oceňovanou firmu lze konstatovat, že může zaznamenat určitý pokles zisku vzhledem k tomu, že převážná část materiálu je dodávána do oblasti stavebnictví a automobilového průmyslu. V důsledku výše uvedených skutečností bude společnost nucena mírně omezit svou investiční činnost, a také snížit ceny zboží. Vzhledem k tomu, že řada menších odběratelů se projevuje platební neschopností, budou společnosti narůstat nedobytné pohledávky. K velkému ohrožení by však dojít nemělo vzhledem k tomu, že většina odběratelů ferony jsou velké firmy, jejichž výroba i nadále pokračuje. Na začátku roku 2009 ani nebylo zaznamenáno větší propouštění zaměstnanců společností podnikajících v obchodu s hutním materiálem.

### **3.2.2 Analýza mikroprostředí**

V analýze mikroprostředí je zásadní přiřadit daný podnik do daného odvětví. Zařazení do odvětví má velký význam, protože jen po správném zařazení lze identifikovat základní charakteristické znaky odvětví a poté jeho prognózu.

Společnost FERONA a.s. je v rámci odvětvové klasifikace ekonomických činností (OKEČ)<sup>9</sup> zařazena do odvětví (G)510000 Velkoobchod a zprostředkování

---

<sup>9</sup> *Odvětvová klasifikace ekonomických činností v ČR: A Zemědělství, myslivost, lesnictví, B Rybolov a chov ryb, C Těžba nerostných surovin, D Zpracovatelský průmysl, E Výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody, F Stavebnictví, G Obchod; opravy motorových vozidel a výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost, H Ubytování a stravování, I Doprava, skladování a spoje, J Finanční zprostředkování, K Činnosti v oblasti nemovitostí a pronájmu; podnikatelské činnosti, L Veřejná správa a obrana; povinné sociální zabezpečení, M Vzdělávání, N Zdravotnictví a sociální péče; veterinární činnosti, O Ostatní veřejné, sociální a osobní služby, P Činnosti domácností, Q Exteritoriální organizace a instituce*

velkoobchodu (kromě motorových vozidel), konkrétně 515200 Velkoobchod s rudami, kovy a hutními výrobky.

K charakteristickým znakům každého odvětví patří citlivost na hospodářský cyklus, míra regulace odvětví ze strany státu a struktura tohoto odvětví.

Odvětví ekonomické činnosti, ve kterém daná společnost podniká, je v rámci hospodářského cyklu odvětvím cyklickým, čili ve fázi expanze dosahuje tento podnik velmi dobré výsledky a v době recese zase výsledky špatné.

V tomto odvětví nedochází k přímé státní regulaci a žádné bariéry vstupu do odvětví ze strany státu nejsou dány.

Strukturu odvětví lze popsat pomocí pěti konkurenčních faktorů M. Portera:

### **Dodavatelé**

Hlavními dodavateli společnosti jsou Mittal Ostrava, a. s., Moravia Steel a. s., Vítkovice Steel, a. s., ArcelorMittal Tubular Products Karviná a. s. a v zahraničí na Slovensku U. S. Steel Košice, a. s., Železárny Podbrezová a. s., v Polsku Mittal Poland a .s., CMC Zawiercie a. s. a v Německu Ekostahl, Salzgitter a. s. S těmito dodavateli společnost spolupracuje dlouhodobě a má s nimi dobré obchodní vztahy.

### **Noví konkurenti**

Noví konkurenti, kteří vstupují do oblasti obchodu s hutním materiálem, podnikají v této oblasti spíše v menším měřítku, než společnost FERONA. Vstup nových konkurentů do odvětví tudíž nemusí znamenat pro tuto společnost velké ohrožení.

### **Kupující**

Struktura prodeje společnosti je tradičně založena na široké skupině zákazníků, jejichž nejsilnějšími obory jsou stavebnictví. Velmi pozitivní je i růst prodeje do automobilového průmyslu.

### **Náhradní výrobky**

Oblast distribuce hutního materiálu se možnost výskytu blízkých substitutů úzce netýká. Společnost podnikající v této oblasti nabízí zákazníkům specifický produkt, který ve většině případů nemůže být ničím nahrazen.

## Konkurence uvnitř odvětví

Největšími konkurenty společnosti v ČR jsou FERRAM STEEL, a. s., KARLA spol. s r. o. a ITALINOX, spol. s r. o.. Konkurenční podniky v tomto odvětví nejsou založeny na cenových rozdílech, ale spíše na doprovodných službách. Důležitá pro zákazníka je především co nejrychlejší dostupnost materiálu, doprava materiálu na místo určení a další služby jako např. dělení, pálení a ohýbání hutního materiálu.

### 3.3 Finanční analýza

Výsledky a poznatky finanční analýzy slouží především pro tvorbu koncepce rozvoje, volbu strategie a její realizaci pro plánování samotné finanční situace, tj. pro plánování peněžních příjmů a výdajů v různých časových intervalech.

Vstupní data pro zpracování finanční analýzy vychází z finančních výkazů, v tomto případě převážně z výkazu zisku a ztráty a rozvahy.

#### Vertikální analýza

Při sestavování vertikální analýzy jsou poměřovány dílčí části finančních výkazů k jejich souhrnným částem. Vertikální analýza aktiv vyjadřuje, z kolika procent jsou aktiva jejich dílčími částmi. Pro účely analýzy je vybrána pouze část složek majetku společnosti, součet podílů tedy není 100%.

Tabulka č. 3.6: Vertikální analýza aktiv (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Aktiva celkem	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Stálá aktiva	54,4	51,3	51,3	51,6	44,5	35,8	38,2	32,2	31,4
DHM	42,3	40,2	40,5	41,5	35,4	28,5	30,3	25,6	24,4
DNM	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
DFM	11,9	11,0	10,8	10,1	9,0	7,3	7,8	6,5	6,9
Oběžná aktiva	45,2	48,3	47,7	48,2	55,4	64,1	61,6	67,7	67,5
Zásoby	31,8	34,0	31,7	30,7	33,1	36,9	32,9	38,1	39,8
Kr. pohledávky	13,3	13,9	15,3	16,8	21,8	23,4	27,0	28,5	26,3

Aktiva jsou v posledních obdobích tvořena převážně oběžnými aktivy, z nichž nejvyšší částí jsou zásoby. V roce 2007 jsou zásoby vyčísleny 39% celkových aktiv, přičemž oběžná aktiva se podílí na aktivech společnosti 67,5%. Při pohledu na vývoj

této části aktiv směrem k roku 1999 je patrné, že podíl oběžných aktiv se snižuje a na druhé straně se zvyšuje podíl stálých aktiv.

Ten je v roce 1999 vyčíslen 54,4% celkového majetku, převážnou část tvoří dlouhodobý finanční majetek.

Je tedy patrné, že společnost postupem času drží stále méně peněz ve stálých aktivech ale a stále více v oběžných aktivech.

V následující tabulce je vyčíslen procentní podíl jednotlivých složek pasiv na celkových pasivech. Vzhledem k tomu, že nejsou do analýzy zahrnuty všechny položky zdrojů krytí, není součet podílů roven 100%.

*Tabulka č. 3.7: Vertikální analýza pasiv (%)*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Pasiva celkem	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Vlastní kapitál	57,5	57,5	57,9	58,9	50,9	49,8	39,6	41,4	41,8
Základní kapitál	52,3	49,7	53,4	54,6	45,6	38,9	32,0	27,1	25,8
Cizí zdroje	39,8	39,6	39,1	41,1	49,0	49,8	60,3	58,4	57,8
Dl. závazky	11,3	11,7	13,2	17,0	21,8	22,7	33,0	30,1	24,7
Bank. Úvěry	28,4	27,6	25,0	24,1	27,1	27,1	27,3	28,3	33,1

Strana pasiv ukazuje, že dříve byla převážná část pasiv tvořena vlastním kapitálem a postupem času je naopak většina pasiv tvořena cizími zdroji. V roce 2007 je to 57,8% pasiv. Většina cizích zdrojů je tvořena bankovními úvěry.

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty je vyčíslením procentuálního podílu jednotlivých složek tohoto výkazu na tržbách.

*Tabulka č. 3.8: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (%)*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tržby	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Náklady vynaložené na prodej zboží	83,5	83,7	84,7	85,9	87,0	84,1	91,4	89,3	91,7
Obchodní marže	16,5	16,3	15,3	14,1	13,0	15,9	8,6	10,7	8,3
Výkony	1,1	1,1	1,2	1,4	3,9	5,3	6,9	6,8	6,2
Osobní náklady	5,3	5,2	5,4	5,4	5,0	4,5	3,1	3,6	3,3
Odpisy DHNM	3,2	2,1	2,1	2,4	2,0	1,3	1,1	1,0	1,0
Výnosové úroky	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nákladové úroky	1,6	1,1	0,9	0,7	0,4	0,4	0,7	0,6	0,7

Na tržbách mají největší podíl náklady vynaložené na prodej zboží. Na základě vertikální analýzy je rovněž možné konstatovat, že odpisy dlouhodobého hmotného majetku mají klesající tendenci. Tato skutečnost je taky ovlivněna alternativními formami financování např. finančním leasingem. Rovněž nákladové úroky mají klesající tendenci a to z důvodu postupného klesání množství čerpaných úvěrů. V roce 2007 je ovšem zaznamenán nárůst čerpání bankovního úvěru, tudíž v dalších letech je předpokládán nárůst také nákladových úroků.

### Horizontální analýza

Horizontální analýza je používána k posouzení časových změn jednotlivých položek finančních výkazů. Je možné sledovat jak změny absolutní, tak změny relativní. V tomto případě jsou sledovány změny relativní. V následující tabulce je provedena horizontální analýza rozvahy.

*Tabulka č. 3.9: Horizontální analýza rozvahy (meziroční % změny)*

	1999- 2000	2000- 2001	2001- 2002	2002- 2003	2003- 2004	2004- 2005	2005- 2006	2006- 2007
Aktiva celkem	3	-2	-2	15	22	-9	18	5
Stálá aktiva	-2,9	-1,8	-1,7	-0,9	-1,6	-2,6	-0,5	2,2
Oběžná aktiva	10,0	-3,1	-1,2	32,2	41,2	-12,1	29,5	4,8
Zásoby	10,1	-8,5	-5,5	24,3	35,9	-18,3	36,4	9,5
Pohledávky	8,0	8,4	6,7	49,7	31,5	5,4	24,2	-3,3
Vlastní kapitál	3,2	-1,2	-0,6	-0,6	19,3	-27,2	23,0	6,1
Cizí zdroje	2,6	-3,1	2,6	37,2	24,2	10,6	14,1	4,0
Závazky	6,8	10,3	26,0	47,9	26,7	32,9	7,5	-13,6
Bankovní úvěry	0,2	-11,1	-6,0	29,6	22,1	-8,0	22,2	22,8

U většiny rozvahových položek je zaznamenán pokles mezi obdobími 2000-2001. V roce 2001 došlo k mírnému propadu výsledku hospodaření oproti roku předcházejícímu, proto také majetkové položky a položky krytí mírně poklesly. Pozitivně se během všech období až na vývoj mezi obdobími 2006-2007 vyvíjejí pohledávky z obchodních vztahů. Firma měla tedy vždy ke konci období část svých prostředků vázanu v pohledávkách.

Tabulka č. 3.10: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (meziroční % změny)

	1999- 2000	2000- 2001	2001- 2002	2002- 2003	2003- 2004	2004- 2005	2005- 2006	2006- 2007
Tržby	258	-22	18	16	60	-3	11	11
Náklady vynaložené na prodej zboží	259,2	-21,0	19,3	17,3	54,8	5,2	8,0	14,5
Výkony	263,4	-19,4	46,5	217,5	115,5	25,7	9,5	1,2
Přidaná hodnota	272,1	-28,7	9,0	6,4	118,9	-51,7	42,9	-15,8
Osobní náklady.	255,0	-19,8	17,2	7,9	43,7	-32,3	27,1	1,7
Výnosové úroky	176,9	102,0	-63,1	-54,0	32,7	198,5	-45,5	119,3
Nákladové úroky	225,5	56,2	69,9	24,9	141,7	139,0	56,1	99,1
EBIT	299,8	-74,9	103,5	16,9	364,6	-59,7	99,1	-31,5

Vzhledem k prudkému nárůstu tržeb mezi lety 1999 - 2000 je možné sledovat prudký nárůst všech položek výkazu zisku a ztráty. Za zmínku stojí, že tržby během tohoto období narostly o 258%, ale vzhledem k dobrému hospodaření společnosti se zvýšil EBIT o 299,8%. Mírný propad výsledku hospodaření a s tím i tržeb je zaznamenán v dalším období. Poté se s výjimkou období 2003-2004 tržby a výsledek hospodaření zvyšují. V období 2003-2004 došlo k 3% propadu tržeb ale výsledek hospodaření, poklesl o 99,1% a to především z důvodů poklesu přidané hodnoty. U osobních nákladů došlo v tomto období také k poklesu a to o 167%. Poměrně vysoký nárůst zisku je zaznamenán rovněž mezi lety 2003-2004 (364,6%).

### Ukazatele finanční stability

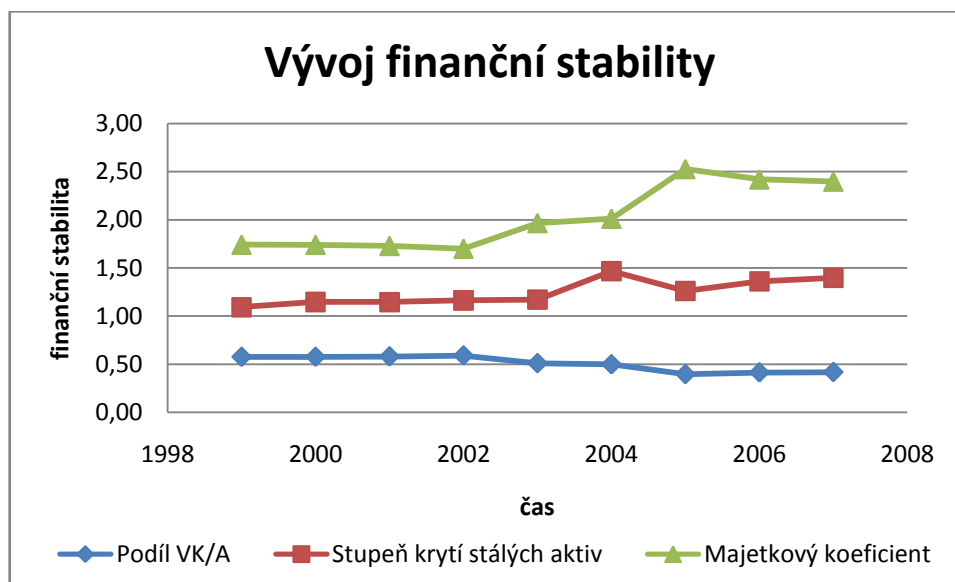
Finanční stabilita podniku je charakterizována strukturou zdrojů financování. V rámci této oblasti je hodnocen vztah aktiv a zdrojů jejich krytí. V tabulce 3.11 jsou uvedeny hodnoty vybraných ukazatelů dané oblasti v jednotlivých sledovaných obdobích.

Tabulka č. 3.11: Ukazatele finanční stability

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Vzorec
Podíl VK/A	0,57	0,58	0,58	0,59	0,51	0,50	0,40	0,41	0,42	(2.1)
Stupeň krytí SA	1,09	1,15	1,15	1,16	1,17	1,47	1,26	1,36	1,40	(2.2)
Majetkový koeficient.	1,74	1,74	1,73	1,70	1,96	2,01	2,52	2,42	2,39	(2.3)

U ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech je žádoucí rostoucí tendence. V tomto případě je vývoj na začátku sledovaného období mírně rostoucí, ale od roku 2003 je zaznamenána tendence klesající. Je tedy zřejmé, že společnost postupem času využívá stále více cizích zdrojů financování.

*Graf č. 3: Vývoj finanční stability podniku*



Ukazatel stupně krytí stálých aktiv má rostoucí tendenci, což je považováno za pozitivní. V roce 2005 je zaznamenán mírný propad z důvodu snížení základního kapitálu společnosti.

Majetkový koeficient neboli finanční páka má z počátku sledovaného období mírně klesající tendenci, od roku 2003 je však tendence rostoucí. Klesající tendence poukazuje na rostoucí zadluženost podniku, rostoucí tendence naopak na snížení zadluženosti podniku.

### **Ukazatele zadluženosti**

Tato skupina ukazatelů charakterizuje zadluženost podniku. Důležitým cílem finančního řízení podniku je nalezení optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování.

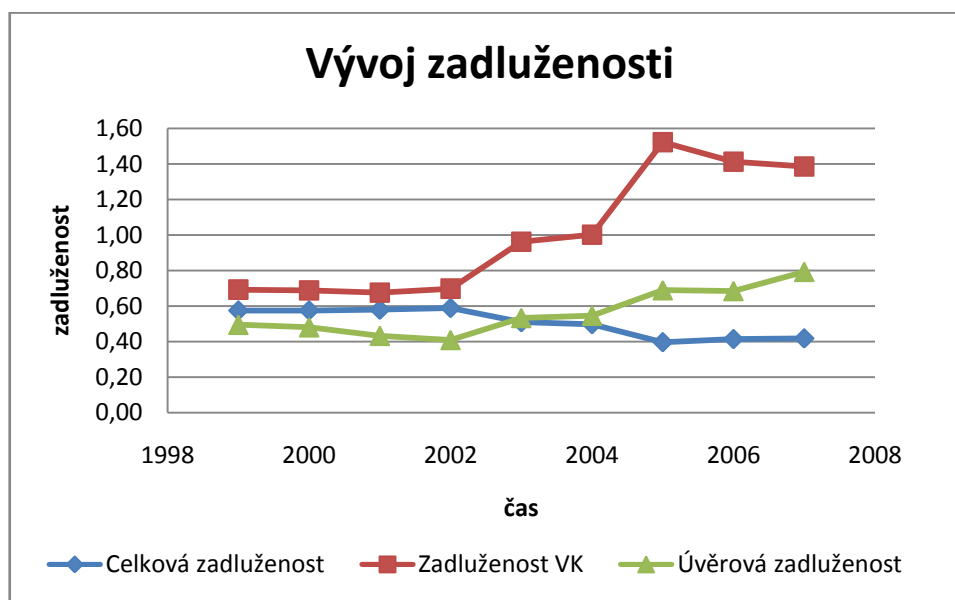


Tabulka č. 3.12: Ukazatele zadluženosti

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Vzorec
Celková zadluženost	0,57	0,58	0,58	0,59	0,51	0,50	0,40	0,41	0,42	(2.4)
Zadluženost VK	0,69	0,69	0,68	0,70	0,96	1,00	1,52	1,41	1,38	(2.5)
Úvěr. zadluženost	0,49	0,48	0,43	0,41	0,53	0,55	0,69	0,68	0,79	(2.6)

Ukazatelem celkové zadluženosti je poměrován cizí kapitál k celkovému majetku společnosti. Vyšší hodnota tohoto ukazatele znamená vyšší věřitelské riziko. Zde je patrné, že riziko věřitelů je stále vyšší, extrémní hodnota je zaznamenána v roce 2005, poté je zaznamenán mírný pokles

Graf č. 4: Vývoj zadluženosti



Zadluženost vlastního kapitálu i úvěrová zadluženost jsou do roku 2002 mírně klesající, poté je zaznamenán nárůst tohoto ukazatele. Od roku 2004 je dokonce cizí kapitál vyšší než kapitál vlastní, tedy hodnota ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu je větší než jedna.

Tabulka č. 3.13: Ukazatele úrokového krytí a úrokového zatížení

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Vzorec
Úrokové krytí	2,67	4,50	1,71	3,86	7,33	19,34	4,30	10,44	5,39	(2.7)
Úrokové zatížení	0,38	0,22	0,59	0,26	0,14	0,05	0,23	0,10	0,19	(2.8)

Ukazatel úrokového krytí je vyčíslením poměru úroků na zisku před daní a úroky. Pro stabilní podnik je příznivá rostoucí tendence tohoto ukazatele. Skutečný vývoj je kolísavý. Extrém je patrný v roce 2004. V tomto roce firma dosáhla ve srovnání s lety ostatními poměrně vysokého výsledku hospodaření a platila poměrně malé nákladové úroky. V roce následujícím je zaznamenán naprosto opačný vývoj, tudíž u tohoto ukazatele je patrný pokles.

*Graf č. 5: Vývoj úrokového zatížení a úrokového krytí*



Ukazatel úrokového zatížení je poměrem zisku před daní a úroky na nákladových úrocích. Vývoj je tedy inverzní k ukazateli úrokového krytí.

### **Ukazatele rentability**

Tato skupina ukazatelů představuje procento, jakým se zisk společnosti podílí na jednotlivých složkách kapitálu.

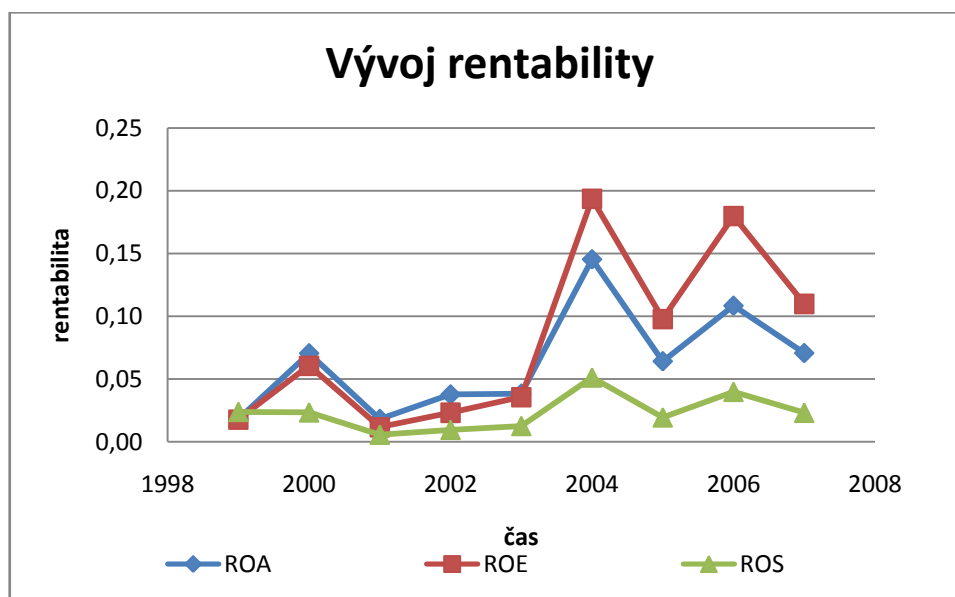
Klíčovým ukazatelem rentability je ukazatel rentability aktiv. Poměr aktiv k výsledku hospodaření před daní a úroky. Zde je uvažováno s výsledkem hospodaření před daní a úroky, tedy zisku očištěného od nákladů úroků z cizího kapitálu.

Tabulka č. 3.14: Ukazatele rentability (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Vzorec
ROA	1,8	7,0	1,8	3,8	3,8	14,5	6,4	10,8	7,1	(2.9)
ROE	1,8	6,0	1,2	2,3	3,6	19,4	9,8	18,0	11,0	(2.10)
ROS	2,4	2,3	0,6	1,0	1,3	5,1	1,9	4,0	2,3	(2.11)

Vývoj ukazatele rentability aktiv má stejnou tendenci jako rentabilita vlastního kapitálu nebo rentabilita tržeb ovšem dosahuje extrémnějších hodnot. Nejvyšší hodnoty je dosaženo v roce 2004, dále v roce 2006 a nejnižší hodnota je vyčíslena v roce 2001. Vývoj ukazatele rentability tržeb je plynulejší.

Graf č. 6: Vývoj rentability



Souhrnně je možné konstatovat, že firma je v celém sledovaném období rentabilní, výsledek hospodaření se v jednotlivých letech nedostal do záporných hodnot.

### Ukazatele likvidity

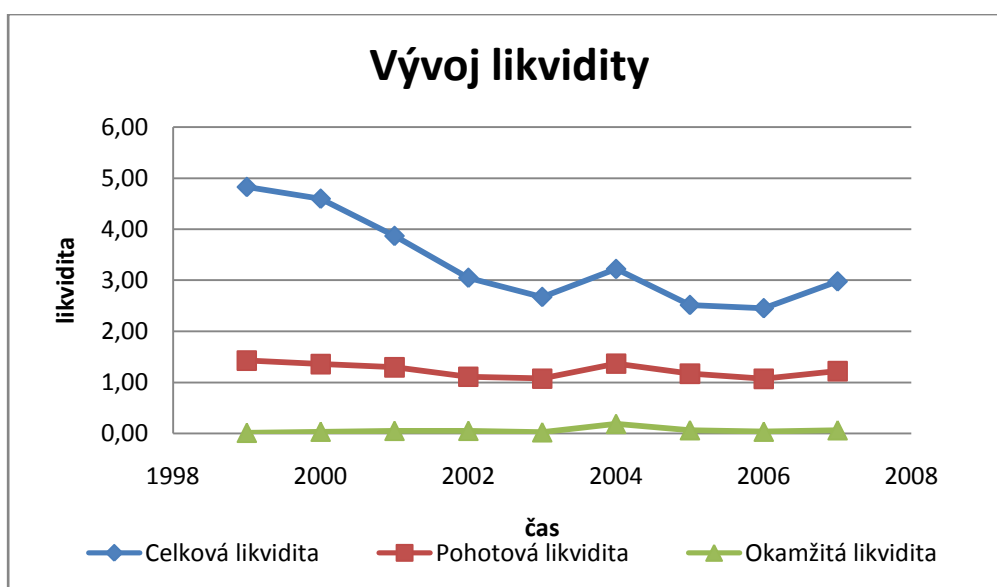
Tato skupina ukazatelů obecně vyjadřuje, jak je podnik schopen dostát svým závazkům nebo hradit své závazky. Likvidita podniku tedy záleží na tom, jak rychle je schopen uspokojovat své pohledávky.

Tabulka č. 3.15: Ukazatele likvidity

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Vzorec
Celková likvidita	4,83	4,60	3,87	3,05	2,67	3,22	2,52	2,45	2,98	(2.12)
Pohotová likvidita	1,43	1,36	1,30	1,11	1,08	1,37	1,17	1,07	1,22	(2.13)
Okamžitá likvidita	0,01	0,04	0,05	0,05	0,02	0,19	0,06	0,04	0,06	(2.14)

Jako optimální je doporučována stabilita tohoto ukazatele. Ukazatel pohotové a okamžité likvidity je poměrně stabilní, hodnota ukazatele celkové likvidity tedy poměru krátkodobých zdrojů a oběžných aktiv má mírně klesající tendenci.

Graf č. 7: Vývoj likvidity



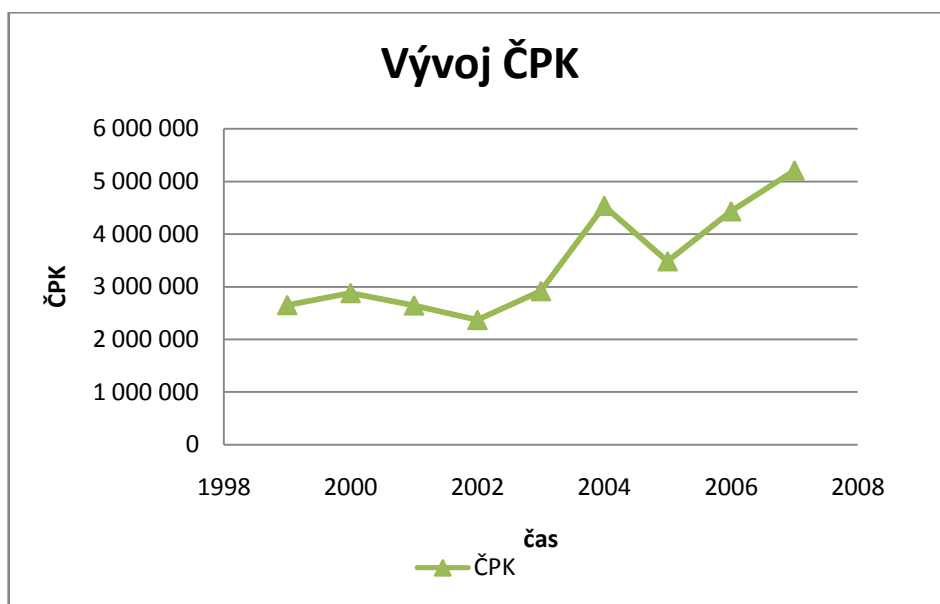
Důležitým ukazatelem souvisejícím s likviditou podniku je rozdílový ukazatel čistého pracovního kapitálu, tedy rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky.

Tabulka č. 3.16: ČPK v tis. Kč.

Vzorec	1999	2000	2001	2002
(2.15)	2 652 030,0	2 879 773,0	2 655 023,0	2 369 978,0
2003	2004	2005	2006	2007
2 917 485,0	4 536 189,0	3 483 442,0	4 432 528,0	5 205 882,0

Čistý pracovní kapitál se zde vyvíjí příznivě, dlouhodobý trend je rostoucí, což je také doporučováno. Vývoj je znázorněn v grafu č. 8.

Graf č. 8: Vývoj ČPK



Čistý pracovní kapitál je ta část oběžného majtku firmy, která se během roku přemění v peněžní prostředky. Tato část může být po splacení krátkodobých závazků použita k uskutečnění investic společnosti.

### Ukazatele aktivity

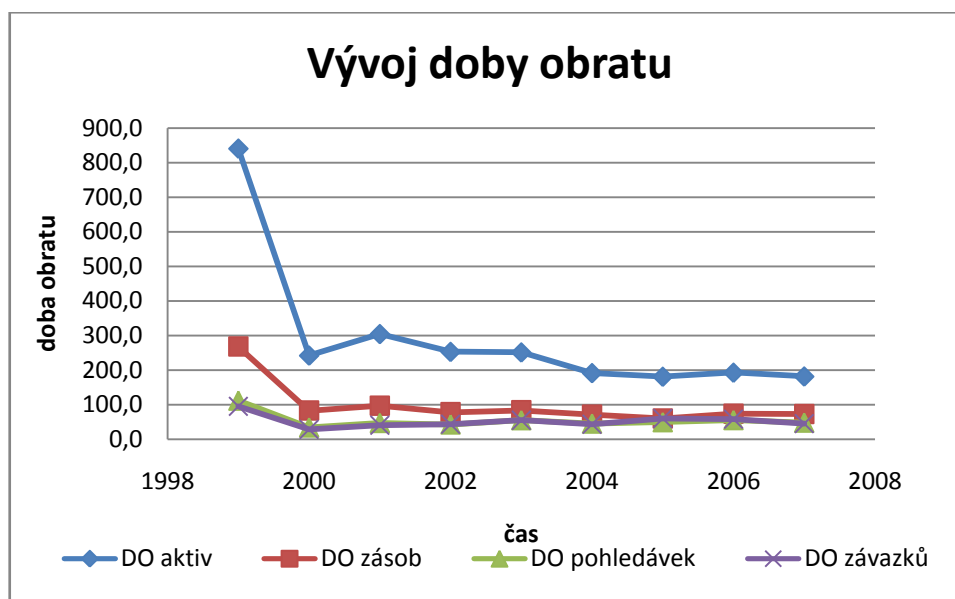
Ukazatele aktivity je možno chápat jako ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv.

Tabulka č. 3.17: Vývoj doby obratu

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Vzorec
DO aktiv	840,6	242,0	304,2	252,7	251,0	191,3	180,8	192,5	181,5	(2.17)
DO zásob	267,6	82,3	96,4	77,4	83,1	70,5	59,5	73,4	72,2	Zásoby (2.16)
DO pohledávek	111,5	33,6	46,7	42,3	54,7	44,9	48,9	55,0	47,7	Pohl. (2.16)
DO závazků	95,1	28,4	40,1	42,9	54,8	43,4	59,6	57,9	44,9	Závazky (2.16)
DO dluhů	239,0	66,8	76,1	60,8	68,1	51,9	49,3	54,5	60,1	Úvěry (2.16)

Ukazatele doby obratu vyčíslují, za kolik dnů, dokáže firma přeměnit svůj majetek v tržby. Čím je hodnota tohoto ukazatele nižší, tím pro firmu lépe, protože tím rychleji dokáže svůj majetek přeměnit v tržby.

Graf č. 9: Vývoj doby obratu



Ve sledované společnosti má doba obratu aktiv klesající tendenci, což je hodnoceno pozitivně, taktéž doba obratu zásob a doba obratu dluhů.

## 4 Ocenění společnosti a komparace výsledků

Cílem této kapitoly je ocenění společnosti Feron, a. s. pomocí vybraných metod ocenění.

Společnost je oceněna metodami DCF equity a metodou kapitalizovaných zisků ve verzi paušální a analytické. Při ocenění metodou DCF a metodou kapitalizovaných zisků analytickou metodou se jedná se o ocenění dvoufázové, přičemž první fáze trvá čtyři roky počínaje rokem 2008, a druhá fáze trvá od roku 2012 do nekonečna. V druhé fázi je předpokládán konstantní růst volných peněžních toků pro vlastníky tempem  $g = 2\%$ .

Ocenění je provedeno k 1. 1. 2008.

Pro účely ocenění jsou použity dva způsoby výpočtu nákladu kapitálu. Prvním způsobem je výpočet dle tržního modelu CAPM a druhá sazba nákladu kapitálu je vyčíslena na základě stavebnicového modelu INFA, který vychází z účetních dat.

### 4.1 Finanční plán

Ocenění společnosti výnosovou metodou je založeno na sestavení dlouhodobého finančního plánu. Plán je sestaven pro roky 2008 – 2012.

#### 4.1.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Plán výkazu zisku a ztráty je velmi důležitý pro ocenění společnosti. Vzhledem k tomu, že společnost je oceněna výnosovými metodami, celé ocenění vychází z hospodářského výsledku.

##### 4.1.1.1 Plán tržeb

Plán budoucího vývoje tržeb je odvozen zejména ze strategické analýzy. Základním východiskem je predikce vývoje hrubého domácího produktu. Predikce HDP je vytvořena s přihlédnutím k historickým datům, ale také k současné ekonomické situaci firmy. Vzhledem k tomu, že je současná ekonomika v recesi, je předpokládán pokles v roce 2009 a v následujících letech pouze mírný nárůst.

Tabulka č. 4.1: Predikce meziroční změny reálného HDP (%)

	2008	2009	2010	2011	2012
HDP reálně	3,22	-1,1	0,7	1,5	2,3

Hodnota roku 2008 není predikcí, ale jedná se o skutečnou zveřejněnou hodnotu. V dalších letech jsou změny odhadnuty. V roce 2009 je vzhledem k současné ekonomické situaci předpokládán mírný pokles a v letech následujících predikován mírný růst. Na základě těchto hodnot je dopočtena absolutní hodnota reálného hrubého domácího produktu. Pro další výpočty je nutné vyčíslit hodnotu nominálního hrubého domácího produktu a to přes implicitní cenový deflátor (IPD). Ten je predikován z vývoje v období 1999-2007 pomocí lineární regresní přímky.

*Tabulka č. 4.2: HDP reálný (ve stálých cenách) a HDP nominální (v běžných cenách)*

	2008	2009	2010	2011	2012
HDP v mld. Kč v BC	3 705 868	3 737 761	3 838 842	3 972 465	4 141 622
HDP v mld. Kč v SC	3 071 605	3 037 817	3 059 082	3 104 968	3 176 383
IPD	120,6	123,0	125,5	127,9	130,4
HDP v % reálně	3,22	-1,10	0,70	1,50	2,30

Absolutní hodnoty podílu odvětví obchod, opravy motorových vozidel a spotřebního zboží jsou přepočteny na relativní. Vážený průměr podílu tohoto odvětví na HDP je považován za podíl na HDP v predikovaném období. Nejnižší váha je přiřazena období nejstaršímu a nejvyšší váha období nejnovějšímu.

*Tabulka č. 4.3: Výpočet váženého podílu odvětví OKEČ G na HDP*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
HDP v mld. Kč v BC	2080,8	2189,2	2352,2	2464,4	2577,1	2814,8	2983,9	3215,6	3530,2
Tvorba HDP OKEČ G v BC v mld. Kč	226	280	304	304	290	342	380	402	452
Podíl OKEČ G na HDP	10,8%	12,8%	12,9%	12,3%	11,3%	12,2%	12,7%	12,5%	12,8%
Váha	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Podíl OKEČ G na HDP *	10,8%	25,6%	38,7%	49,3%	56,4%	73,0%	89,2%	99,9%	115,3%
Váha									
Součet podílů	558%								
Součet vah	45								
Vážený podíl	12,4%								

Při dalších propočtech je vycházeno z nominálního HDP. Příspěvek odvětví OKEČ G na tvorbě hrubého domácího produktu je v plánovaném období propočten, procentem z predikovaného HDP.



Procento je vypočteno viz tab. 4.3. Během plánovaného období zůstává procento konstantní. Dále je predikován podíl tržeb společnosti FERONA, a.s. na podílu odvětví OKEČ G.

Tabulka č. 4.4: Výpočet váženého podílu tržeb FERONA, a.s. na podílu odvětví

0	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tvorba HDP OKEČ G v BC v mld. Kč	225,70	279,89	303,63	303,97	290,47	342,40	380,31	401,67	452,14
Tržby z prodeje zboží v mld.	3,167	11,347	8,854	10,415	12,061	19,315	18,698	20,675	23,042
Podíl tržeb na výkonu OKEČ G	1,4%	4,1%	2,9%	3,4%	4,2%	5,6%	4,9%	5,1%	5,1%
Váha	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Podíl Tržeb * váha	1,4%	8,1%	8,7%	13,7%	20,8%	33,8%	34,4%	41,2%	45,9%
Součet podílů	208,0%								
Součet vah	45								
Vážený podíl	4,62%								

Procento vypočteno v tab. 3.4, je výchozím pro určení výše tržeb společnosti v plánovaném období. Absolutní hodnoty výkonu odvětví jsou uvedeny v tabulce č. 3.5. Tržby jsou tedy predikovány tímto způsobem: z předpokládaného nominálního HDP je vypočten výkon odvětví OKEČ G (12,41%). Na výkonu odvětví se tržby společnosti podílí ve výši 4,62%. Z absolutní hodnoty tržeb je propočtena meziroční změna tržeb. S přihlédnutím k současné ekonomické situaci je meziroční změna tržeb v letech 2008 a 2009 upravena.

Tabulka č. 4.5: Plán tržeb

	2008	2009	2010	2011	2012
Tvorba HDP OKEČ G v mil. Kč.	459 725	463 681	476 220	492 797	513 781
Tržby společnosti v odvětví	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
Tržby v mil. Kč	21 252,5	21 435,3	22 015,0	22 781,3	23 751,4
Meziroční změna vypočtená	-7,77%	0,86%	2,70%	3,48%	4,26%
Meziroční změna upravená	2,50%	-12,82%	2,70%	3,48%	4,26%
Tržby v mil. Kč. (upravené)	23 618,0	20 590,2	21 147,0	21 883,1	22 815,0

V roce 2008 je očekáván pouze mírný nárůst tržeb a v roce 2009 pokles. Tento vývoj je předpokládán především z důvodu poklesu ekonomiky. Velká část zboží byla v uplynulých obdobích expedována do odvětví automobilového průmyslu a stavebnictví.

V současné době jsou tato odvětví postižena recesí a proto se předpokládá pokles dodávek a také pokles tržeb společnosti.

#### **4.1.1.2 Plán nákladů vynaložených na prodej zboží**

Nálady vynaložené na prodej zboží jsou naplánovány na základě podílu nákladů na tržbách v letech předcházejících, přičemž nejvyšší důraz je kladen na období těsně předcházející čas ocenění.

*Tabulka č. 4.6: Podíl nákladů vynaložených na prodej zboží na tržbách z prodeje zboží ve sledovaném období (%)*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Podíl nákladů na tržbách	83,5	83,7	84,7	85,9	87,0	84,1	91,4	89,3	91,7

Při plánu podílu nákladů na tržbách je rovněž zohledněna skutečnost, že ekonomika se v začátku plánovaného období nachází v recesi. Aby si společnost udržela své zákazníky a svůj objem tržeb, bude snižovat obchodní marži.

*Tabulka č. 4.7: Plán nákladů vynaložených na prodej zboží*

	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby z prodeje zboží v tis. Kč	23 618	20 590	21 147	21 883	22 815
Procento nákladů	92,00%	92,30%	91,50%	91,00%	91,00%
Nálady vynaložené na prodej zboží v tis. Kč	21 728,6	19 004,8	19 349,5	19 913,6	20 761,6
Obchodní marže v tis. Kč	1 889,44	1 585,45	1 797,50	1 969,48	2 053,35

V roce 2008 a 2009 je plánováno mírné snížení obchodních marží. Od roku 2010 je předpokládán růst.

#### **4.1.1.3 Přidaná hodnota**

Přidaná hodnota je součet obchodní marže a výkonů, snížených o výkonovou spotřebu. Do výkonů jsou zařazeny tržby z prodeje výrobků a služeb, změna stavu zásob vlastní činnosti a vnitropodniková aktivace.

Výkonová spotřeba je součtem spotřeby materiálu a energie.

## Výkony

Tržby z prodeje výrobků a služeb zahrnují úpravu hutního materiálu podle přání zákazníka. Společnost ve své činnosti zaměřuje na dělení materiálu, ohýbání, pálení laserem. Součástí služeb je také doprava na místo určené zákazníkem.

Tato položka výkazu zisku a ztráty je plánována ve stejných meziročních změnách jako tržby z prodeje zboží.

Vzhledem k tomu, že změna stavu zásob vlastní činnosti je ve výkazech společnosti od roku 2004 nulová, předpokládá se tento stav také ke konci každého roku plánovaného období.

Vnitropodniková aktivace je vyčíslením materiálu a služeb, které společnost využila ve svůj prospěch a to k výrobě vlastního vybavení především skladovacích prostor. Vzhledem k tomu, že vnitropodniková aktivace v minulých letech rostla s růstem tržeb, jsou plánovány rovněž stejné meziroční změny jako u tržeb z prodeje zboží.

*Tabulka č. 4.8: Plán výkonů (tis. Kč)*

	2008	2009	2010	2011	2012
Výkony	1 459 741	1 272 603	1 307 018	1 352 513	1 410 106
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	189 525	165 228	169 696	175 603	183 080
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0	0
Aktivace	1 270 217	1 107 375	1 137 322	1 176 910	1 227 026

Vývoj výkonů je tedy totožný s vývojem tržeb z prodeje zboží. V roce 2009 je předpokládán mírný pokles a v letech následujících růst.

## Výkonová spotřeba

Spotřeba materiálu a energie je plánována s meziročním růstem 1%. Tato položka zahrnuje především spotřebu energie, spotřeba materiálu je vzhledem ke spotřebě energie minimální. V následujících letech je tedy předpokládán procentní nárůst ceny energií.

Tabulka č. 4.9: Plán výkonové spotřeby (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Výkonová spotřeba	1 807 332	1 761 892	1 786 340	1 814 412	1 846 430
Spotřeba materiálu a energie	1 347 758	1 361 236	1 374 848	1 388 597	1 402 483
Služby	459 574	400 657	411 492	425 815	443 947

Se snižováním ceny energií není uvažováno a je počítáno se stejnou výší spotřeby energie, i když poklesnou tržby a bude všechno zařízení v provozu, spotřebovaná energie se bude pohybovat v rozmezí obvyklých hodnot.

Náklady na služby mají stejné meziroční tempo růstu jako tržby z prodeje zboží. Do této položky jsou zahrnovány služby, které jsou využívány v případě nedostačujících kapacit společnosti.

Přidaná hodnota je vyčíslena v tabulce 4.10.

Tabulka č. 4.10: Výpočet přidané hodnoty (tis. Kč).

	2008	2009	2010	2011	2012
Obchodní marže	1 889 444	1 585 446	1 797 498	1 969 482	2 053 347
Výkony	1 459 741	1 272 603	1 307 018	1 352 513	1 410 106
Výkonová spotřeba	1 807 332	1 761 892	1 786 340	1 814 412	1 846 430
Přidaná hodnota	1 541 853	1 096 157	1 318 176	1 507 583	1 617 023

Poměr přidané hodnoty a tržeb je v plánovaném období srovnatelný s obdobím sledovaným. V roce 2008 je přidaná hodnota vyčíslena na 6,26% z tržeb, v roce 2009 5,35% a v letech následující je patrná rostoucí tendence, až do 7,22% v roce 2012.

#### 4.1.1.4 Plán osobních nákladů

Osobní náklady zahrnují mzdové náklady, odměny členů statutárních orgánů, náklady na zdravotní a sociální pojištění a sociální náklady.

#### Mzdové náklady

Mzdové náklady jsou vyčísleny na základě předpokládaného počtu zaměstnanců. Výchozí je počet zaměstnanců v roce 2006 a 2007. Počty zaměstnanců a jejich rozdělení dle pracovní náplně jsou uvedeny v tabulce č. 4.11.

Tabulka č. 4.11: Plán počtu zaměstnanců a mzdových nákladů (tis. Kč)

	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012
THP pracovníci	744	742	760	662	679	702	731
Dělníci	568	573	587	511	524	542	565
Obchodní zástupci	95	80	82	71	72	74	77
Pomocní pracovníci	5	7	7	6	6	6	6
Celkem	1 412	1 402	1 436	1 250	1 281	1 324	1 379
Průměrný roční výdělek z-ce.	368 129	376 481	384 010	387 850	395 607	403 520	411 590
Mzdové náklady celkem	519 798	527 826	551 439	484 813	506 773	534 260	567 583
Průměrný měs. výdělek z-ce.	30 677	31 373	32 001	32 321	32 967	33 627	34 299

Počet pracovníků v následujících letech vychází z meziroční změny tržeb. Stejným procentem jako tržby se vyvíjí i počty zaměstnanců. Dalším předpokladem výpočtu výše mzdových nákladů je roční mzdová valorizace ve výši 2%. Výjimku tvoří pouze rok 2009, kdy je plánována valorizace pouze 1% a to především z důvodu, že v tomto období narůstá nezaměstnanost a lidé jsou ochotni pracovat za i za nižších mzdových podmínek. Veškeré výpočty týkající se plánu mzdových nákladů jsou uvedeny v tabulce 4.11.

### Odměny členů statutárních orgánů

Odměny členů statutárních orgánů jsou plánovány stejným způsobem jako mzdové náklady. 31. 12. 2007 má společnost 3 členy představenstva a 5 členů dozorčí rady. Stejný počet členů orgánů se předpokládá také v budoucnosti.

Tabulka č. 4.12: Počty a odměny členů statutárních orgánů (tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Odměna členů stat. orgánů	9 360	10 080	10 282	10 384	10 592	10 804	11 020
Počet členů	8	8	8	8	8	8	8
Průměrná měs. odměna	98	105	107	108	110	113	115

V roce 2007 průměrná měsíční odměna činí 105 tis. Kč. V následujících letech je stejně jako u mezd provedena valorizace 2% (v roce 2009 pouze 1%).

### Náklady na zdravotní a sociální pojištění.

Tato položka je součtem zdravotního pojištění a pojištění na sociální zabezpečení a státní politiku zaměstnanosti, které je zaměstnavatel povinen platit za své

zaměstnance. Sazba pojistného na všeobecné zdravotní pojištění je 9% z vyměřovacího základu (hrubé mzdy zaměstnance), tedy z mzdových nákladů. V letech následujících je předpokládána stejná sazba.

Pojistné na sociální zabezpečení a státní politiku zaměstnanosti je členěno na tři složky – nemocenské pojištění, důchodové pojištění a pojištění na státní politiku zaměstnanosti. V roce 2008 je sazba jednolitých pojistných 2,5%, 22% a 1,5%, celkem tedy 26%. V roce 2009 nabývá účinnosti novela zákona o pojistném na sociální zabezpečení a státní politiku zaměstnanosti, která snižuje sazby pojistného na 2,3%, 21,5% a 1,2%, celkem 25%.

Celková výše nákladů na zdravotní a sociální zabezpečení je tedy v roce 2008 35% ze mzdových nákladů a v roce 2009 a letech následujících 34% z téhož základu.

### **Sociální náklady**

V částce sociálních nákladů jsou zahrnuty náklady na bezpečnost a ochranu zdraví při práci, hygienické vybavení pracovišť a stravování zaměstnanců. U sociálních nákladů je předpokládán meziroční růst ve výši 1%.

*Tabulka č. 4.13: Plán osobních nákladů (tis. Kč)*

	2008	2009	2010	2011	2012
Mzdové náklady	551 439	484 813	506 773	534 260	567 583
Odměny členů orgánů	10 282	10 384	10 592	10 804	11 020
Náklady na sociální a zdravotní pojištění	196 602	168 367	175 904	185 322	196 725
Osobní náklady	789 243	694 794	724 811	762 243	807 503

V roce 2009 je plánován mírný pokles osobních nákladů. V tomto roce se vzhledem k poklesu tržeb a s tím spojeným poklesem zakázek sníží počet zaměstnanců.

#### **4.1.1.5 Zbývající položky provozního VH**

Zbývajících položkami provozního výsledku hospodaření jsou daně a poplatky, odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, tržby z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a materiálu, zůstatková cena prodaného majetku a materiálu, změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti, ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady.

## **Daně a poplatky**

Tato položka obsahuje veškeré daně a poplatky zaúčtované účetní jednotkou jako náklady s výjimkou daně z příjmů. Po celé období je zde plánován meziroční nárůst 1%.

## **Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku**

Vzhledem k tomu, že odpisy dlouhodobého majetku tvoří v letech předcházejících přibližně 7% z dlouhodobého hmotného majetku, v plánovaném období je do nákladů zahrnuto 7% z hodnoty dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku a to ze stavu ke konci období předcházejícímu období, za které jsou odpisy vyčísleny.

## **Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu**

Plán této položky vychází z meziroční změny tržeb, ale meziroční změna této položky je ve výši (1 - meziroční změna tržeb). Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu se tedy vyvíjí opačným směrem jako tržby.

## **Zůstatková cena prodaného majetku a materiálu**

Zůstatková cena je vyčíslena ve výši 60% tržeb z prodeje majetku a materiálu. Toto procento je stanoveno na základě podílu zůstatkové ceny na tržbách z prodaného majetku a materiálu ve sledovaném období.

## **Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti**

Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti je také vyčíslením komplexních nákladů příštích období. Obsahuje rozdíl mezi konečným a počátečním stavem rezerv, opravných položek a komplexních nákladů příštích období. Vzhledem k tomu, že společnost v posledních letech sledovaného období nekalkuluje s rezervami ani opravnými položkami, do položky změny stavu jsou zahrnuty pouze náklady příštího období.

Hodnota této položky je v plánovaných letech konstantní. Vychází z minulého období a je váženým průměrem hodnot sledovaného období, přičemž nejnižší váha je přiřazena období nejstaršímu a váha nejvyšší období nejnovějšímu.

## Ostatní provozní náklady

Položka ostatní provozní náklady obsahuje zejména poskytnuté dary, smluvní pokuty a úroky z prodlení, ostatní pokuty a penále, odpis pohledávek, pojistné vztahující se k provozní činnosti, inventarizační rozdíly a škody<sup>10</sup> v provozní oblasti.

V plánovaném období je hodnota ostatních provozních nákladů váženým průměrem této položky ve sledovaném období. Váhy jsou přiřazeny stejným způsobem jako u změny stavu rezerv a opravných položek. Vážený průměr sledovaného období je 580 111 tis. Kč

## Ostatní provozní výnosy

Položka ostatní provozní výnosy obsahuje zejména smluvní přijaté pokuty a úroky z prodlení, výnosy z postoupených pohledávek a výnosy z odepsaných pohledávek, inventarizační rozdíly, dotace k úhradě nákladů a pojistná plnění.

Ostatní provozní výnosy jsou propočteny stejným způsobem jako ostatní provozní náklady. Vážený průměr sledovaného období je 702 541 tis. Kč.

Tabulka č. 4.14: Plán zbývajících položek provozního VH (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Daně a poplatky	15 391	15 545	15 701	15 858	16 016
Odpisy DHNM	239 626	241 563	250 482	263 319	280 058
Tržby z prodeje DHM a materiálu	23 720	26 761	26 037	25 131	24 061
Zůstatková cena prodaného majetku a materiálu	14 232	16 056	15 622	15 078	14 436
Změna rezerv a opravných položek	28 989	28 989	28 989	28 989	28 989
Ostatní provozní náklady	594 614	518 384	532 403	550 935	574 395
Ostatní provozní výnosy	720 105	627 788	644 765	667 208	695 619

### 4.1.1.6 Provozní výsledek hospodaření

Provozní výsledek hospodaření je součtem přidané hodnoty a provozních výnosů snížených o provozní náklady.

Provozní výnosy jsou součtem tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a ostatních provozních výnosů.

<sup>10</sup> Škodou se v tomto případě rozumí fyzické znehodnocení, to je neodstranitelné poškození nebo zničení, dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a zásob, a to z objektivních i subjektivních příčin.



Provozní výnosy jsou součtem osobních nákladů, daní a poplatků, odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, zůstatkové ceny. Vážený průměr je ještě navýšen o meziroční změny totožné s meziročními změnami prodaného majetku a materiálu, změny stavu rezerv a opravných položek, a ostatních provozních nákladů.

Tabulka č. 4.15: Provozní výsledek hospodaření (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Přidaná hodnota	1 541 853	1 096 157	1 318 176	1 507 583	1 617 023
Provozní výnosy	743 825	654 548	670 802	692 339	719 680
Provozní náklady	1 682 095	1 515 332	1 568 008	1 636 422	1 721 398
Provozní výsledek hospodaření	603 583	235 373	420 970	563 499	615 304

V roce 2008 je naplánováno mírné zvýšení provozního výsledku hospodaření. V roce 2009 dochází k mírnému poklesu a v letech následujících je plánován růst.

#### **4.1.1.7 Položky finančního výsledku hospodaření**

Finanční výsledek hospodaření je výsledkem finanční činnosti podniku. Do této položky jsou zahrnuty tržby z prodeje cenných papírů a podílů, prodané cenné papíry, výnosy z dlouhodobého finančního majetku, změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti, výnosy z krátkodobého finančního majetku, výnosové úroky, nákladové úroky, ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady.

#### **Tržby z prodeje cenných papírů a podílů**

Tato položka vyjadřuje prodejní ceny cenných papírů, které byly prodány v daném období. Ve sledovaném období má tato položka převážně mimořádný charakter. V budoucích letech jsou tržby z cenných papírů plánovány s přihlédnutím k ekonomické situaci. Prodej cenných papírů je prováděn za účelem získání peněžních prostředků na provoz společnosti.

#### **Prodané cenné papíry a podíly**

Účetní hodnota prodaných cenných papírů je vyčíslena na přibližně 90% z tržeb z prodeje cenných papírů. Toto procento je určeno na základě podílu tržeb na zůstatkové ceně v letech předchozích.

## **Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti**

Vzhledem k tomu, že od roku 2003 je tato položka nulová, v plánovaném období se předpokládá stejná hodnota.

## **Výnosy z krátkodobého finančního majetku**

Hodnota této položky má v přecházejících letech buď nulovou hodnotu, nebo hodnotu nízkou, která se vyskytuje nepravidelně. Proto je v plánovaném období tato položka rovněž nulová.

## **Výnosové úroky**

Výnosové úroky jsou plánovány jako vážený průměr této položky ve sledovaném období. Váhy jsou stanoveny tak, že nejvzdálenějšímu období je přiřazena váha nejnížší a období nejbližšímu ocenění je přiřazena váha nevyšší. Po celé plánované období je hodnota této položky konstantní.

## **Nákladové úroky**

Pro vyčíslení nákladových úroků je vypočten podíl úroků na výši konečného stavu úvěru období předcházejícím období, ve kterém jsou vyjádřeny úroky. Následně je vypočten vážený průměr těchto podílů, přičemž váhy jsou stanoveny stejně jako u výnosových úroků. Výše váženého průměru je 4,21%. V plánovaném období jsou nákladové úroky vyčísleny jako 4,21% z konečného stavu úvěru období, které přechází období, ve kterém byly úroky vyčísleny.

Úroky jsou počítány ze stavu úvěru v přecházejícím období vzhledem k tomu, že se jedná o stav úroků ke konci účetního období. Jelikož se kumulují po celé účetní období je brána jako základ hodnota úvěrů v období přecházejícím.

## **Ostatní finanční výnosy**

Tato položka obsahuje zejména kurzové zisky a nároky na náhrady manka a schodku na finančním majetku. Vývoj této položky je plánován se stejnou meziroční změnou jako tržby z prodeje zboží.

## Ostatní finanční náklady

Ostatní finanční náklady zahrnují zejména kurzové ztráty, manka, schodky a škody na finančním majetku a bankovní výlohy. Vyčíslení ostatních finančních nákladů je totožné s ostatními finančními výnosy.

### 4.1.1.8 Finanční výsledek hospodaření

Ve všech letech plánovaného období je dle finančního plánu finanční výsledek hospodaření záporný.

Tabulka č. 4.16: Plán finančního výsledku hospodaření (tis. Kč)

0	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	2 870	5 651	8 956	0	354
Prodané cenné papíry	2 583	5 086	8 060	0	319
Výnosy z DFM	9 397	0	9 651	9 987	10 413
Výnosové úroky	3 012	3 012	3 012	3 012	3 012
Nákladové úroky	161 946	181 145	177 736	190 133	199 683
Ostatní finanční výnosy	74 711	65 133	66 895	69 223	72 171
Ostatní finanční náklady	80 689	70 345	72 247	74 762	77 945
Finanční výsledek hospodaření	-155 228	-182 779	-169 529	-182 673	-191 998

Položkou s nejvyšší hodnotou jsou zde nákladové úroky, které vychází ze stavu úvěru. Ostatní položky jsou nižší než nákladové úroky.

### 4.1.1.9 Mimořádný výsledek hospodaření

Mimořádný výsledek hospodaření obsahuje výnosy a náklady z operací zcela mimořádných vzhledem k běžné činnosti účetní jednotky a výnosy a náklady z mimořádných událostí nahodile se vyskytujících.

Tabulka č. 4.17: Mimořádný výsledek hospodaření (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Mimořádný výsledek hospodaření	0	-5 820	-350	0	0

Od roku 2003 má tato položka výkazu zisku a ztráty nulovou hodnotu. Ve finančním plánu jsou předpokládány pouze mimořádné náklady a to pouze v letech 2009 a 2010 jako náklad zcela mimořádných událostí, které mohou v letech ekonomického poklesu nastat.

#### 4.1.1.10 Plán výsledku hospodaření

Výsledek hospodaření před zdaněním je součet provozního výsledku hospodaření, finančního výsledku hospodaření a mimořádného výsledku hospodaření.

Tabulka č. 4.18: Výsledek hospodaření (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Provozní výsledek hospodaření	603 583	235 373	420 970	563 499	615 304
Finanční výsledek hospodaření	-155 228	-182 779	-169 529	-182 673	-191 998
Mimořádný výsledek hospodaření	0	-5 820	-350	0	0
Výsledek hospodaření	448 355	46 773	251 091	380 826	423 306
Sazba daně z příjmů PO	21%	20%	19%	19%	19%
Daň z příjmů	94 154	9 355	47 707	72 357	80 428
VH po zdanění	354 200	37 418	203 384	308 469	342 878

Výsledek hospodaření před zdaněním je dle zákona o dani z příjmu právnických osob zaokrouhlen na celé tisícikoruny dolů a z tohoto daňového základu je vypočtena daň. Je zanedbáváno přičítání a odčítání položek neoprávněně snižujících nebo zvyšujících základ daně. Daňová sazba vychází z platné daňové legislativy, přičemž v plánovaných letech se předpokládá stejná sazba daně jako ta, která je stanovena pro rok 2010.

V roce 2008 je plánován mírný pokles, pokles se projevuje ještě v roce 2009 a na následující léta je plánován mírný růst až do konce plánovaného období.

Podrobný výkaz zisku a ztráty je uveden v příloze č. 9.

#### 4.1.2 Plán rozvahy

Rozvaha je základní účetní výkaz, který zachycuje stav majetku podniku (aktiv) a zdrojů krytí tohoto majetku (pasiv). Rozvaha musí splňovat základní bilanční rovnici:

$$aktiva = pasiva.$$

Aktiva jsou zjednodušeně dělena na stálá a oběžná a pasiva na vlastní kapitál a kapitál cizí. Součástí obou stran bilance jsou rovněž přechodné účty.

Při plánu rozvahy je třeba brát v úvahu dodržení kapitálové struktury tak, aby nedocházelo k překapitalizování nebo podkapitalizování. V období 1999 – 2007 je společnost podkapitalizovaná (stálá aktiva > dlouhodobé zdroje). Vzhledem k této

skutečnosti je také konzervativním způsobem vytvořen plán rozvahy. Pouze v roce 2012 dochází k mírnému překapitalizování.

#### **4.1.2.1 Stálá aktiva**

Stálá aktiva se vyznačují dlouhodobou vázaností kapitálu. (doba vázanosti kapitálu zpravidla delší než jeden rok). Patří sem dlouhodobý hmotný majetek, dlouhodobý nehmotný majetek a dlouhodobý finanční majetek.

*Tabulka č. 4.19: Plán stálých aktiv (tis. Kč)*

	2008	2009	2010	2011	2012
Stálá aktiva	4 174 666	4 199 839	4 324 281	4 515 730	4 754 537
Dlouhodobý hmotný majetek	3 416 286	3 443 961	3 571 378	3 754 766	3 993 892
Dlouhodobý nehmotný majetek	6 938	6 938	6 938	6 938	6 938
Dlouhodobý finanční majetek	751 443	748 940	745 966	754 026	753 707

V plánovaném období je zachována rostoucí tendence, která byla v letech přecházejících. V roce 2009 je plánován pouze mírný nárůst stálých aktiv. V tomto roce dochází ke snížení tržeb a taky zisků a proto firma investuje do stálých aktiv méně.

#### **Dlouhodobý hmotný majetek**

Tato položka zahrnuje pozemky, stavby, samostatné movité věci a soubory movitých věcí, jiný dlouhodobý hmotný majetek, nedokončený dlouhodobý hmotný majetek a zálohy poskytnuté na dlouhodobý hmotný majetek.

##### **Pozemky**

Konečný stav pozemků je plánován tak, že každý rok dochází k nárůstu o 10 tis. Kč.

##### **Stavby**

Plán položky stavby je následující: jsou vypočteny meziroční změny této položky ve sledovaném období a ze změn je vypočten vážený průměr, přičemž váhy jsou určeny tak, že nejvzdálenějšímu období je přiřazena nejnižší váha a období nejbližšímu ocenění je přiřazena váha nejvyšší. Vážený průměr meziročních změn je -1,51%, tedy každoročně dochází k poklesu účetní hodnoty staveb o výše uvedené procento. Stejná meziroční změna je předpokládána i ve finančním plánu staveb, dále

jsou očekávány v každém roce investice do staveb, čili k částce vypočtené meziroční změnou je přičtena částka investice.

### **Samostatné movité věci a soubory movitých věcí**

U této položky je plánován meziroční nárůst 10% s výjimkou let 2009 a 2010. Zde je meziroční růst pouze 1% a to z důvodu poklesu tržeb v roce 2009, z tohoto důvodu jsou některé investice omezeny.

### **Jiný dlouhodobý hmotný majetek, nedokončený dlouhodobý majetek poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek.**

Tyto položky rozvahy mají v plánovaném období konstantní hodnotu. Tato hodnota vychází z hodnot sledovaného období. Jiný dlouhodobý hmotný majetek je vyčíslen na 300 tis. Kč, nedokončený dlouhodobý hmotný majetek 10 000 tis. Kč a poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek 1 000 tis Kč.

Konečné stavy dlouhodobého hmotného majetku ke konci plánovaných účetních období mají rostoucí tendenci. V roce 2009 je plánován pouze mírný nárůst položky dlouhodobého hmotného majetku z důvodu poklesu tržeb a tím i zisku společnosti.

### **Dlouhodobý nehmotný majetek**

Dlouhodobý nehmotný majetek je v tomto případě souhrnem hodnoty software, ocenitelných práv a nedokončeného dlouhodobého nehmotného majetku.

#### **Software**

Hodnota software je plánována na základě váženého průměru stavu této položky ke konci každého sledovaného účetního období, přičemž nejnižší váha patří hodnotě období nejvzdálenějšího od data ocenění a váha nejvyšší je přiřazena období nejbližšího k datu ocenění. Vážený průměr je vyčíslen na 5787,97 tis. Kč. V plánovaném období je hodnota této položky konstantní.

### **Ocenitelná práva a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek**

Tyto položky jsou v plánovaném období konstantní. S přihlédnutím k předchozímu vývoji těchto položek je stav ocenitelných práv plánován ve výši 150 tis. Kč, ke konci každého účetního období a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek 1 000 tis. Kč.

## Dlouhodobý finanční majetek

Do této položky jsou v oceňované společnosti zařazeny podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách s podstatným vlivem ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly a pořizovaný dlouhodobý finanční majetek.

### Podíly v ovládaných a řízených osobách

Hodnota těchto podílů je v plánovaném období konstantní. Je vypočtena jako vážený průměr hodnoty podílu v letech 1999-2007. Váhy jsou přiřazeny stejným způsobem jako např. plánu účetní hodnoty staveb. Hodnota této položky je vyčíslena na 729 058 tis. Kč.

### Podíly v účetních jednotkách s podstatným vlivem

Tato položka je plánována stejným způsobem jako podíly v ovládaných a řízených osobách, vážený průměr je vyčíslen na 24 943 tis. Kč. Od tohoto průměru je odečtena hodnota prodaných cenných papírů. Ta je uvedena ve výkazu zisku a ztráty. (položka prodané cenné papíry).

### Ostatní dlouhodobé cenné papíry

Na základě vývoje této položky ve sledovaném období plánována konstantní hodnota ve výši 25 tis. Kč.

#### 4.1.2.2 Oběžná aktiva

Doba vázanosti oběžných aktiv ve výrobním procesu je zpravidla kratší než jeden rok. Jsou rychle převoditelná na peníze, které následně slouží ke krytí splatných závazků.

Oběžná aktiva tvoří zásoby, pohledávky a krátkodobý finanční majetek.

Tabulka č. 4.20: Plán oběžných aktiv (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžná aktiva	7 806 531	6 973 177	7 120 481	7 287 108	7 634 323
Zásoby	4 727 938	4 154 251	4 259 753	4 399 221	4 575 777
Dlouhodobé pohledávky	4 030	4 433	3 901	3 706	3 521
Krátkodobé pohledávky	3 041 249	2 654 950	2 725 992	2 819 904	2 938 789
Krátkodobý finanční majetek	33 314	159 542	130 835	64 276	116 236

Vývoj oběžných aktiv je mírně rozkolísaný. V roce 2009 dochází k mírnému poklesu položky především z důvodu poklesu zisku, proto firma váže méně kapitálu v oběžném majetku, především v zásobách. V letech následujících se zde projevuje rostoucí tendence.

### **Zásoby**

Zásoby jsou členěny na materiál, nedokončenou výrobu a polotovary, zboží, poskytnuté zálohy na zásoby.

### **Materiál**

Tato položka je vyčíslením konečného stavu materiálu na skladě ke konci každého účetního období. Stav této položky ke konci plánovaného období je konstantní, ve výši 250 000 tis. Kč. Tato hodnota je přibližná k hodnotám ve sledovaném období.

### **Nedokončená výroba**

Také tato položka je s přihlédnutím k vývoji ve sledovaném období stanovena v konstantní výši 3000 tis. Kč pro všechny roky finančního plánu.

### **Zboží**

Plán této položky vychází z horizontální analýzy. Vývoj v minulých letech je obdobný jako vývoj tržeb ve stejném období, proto je hodnota zboží plánována se stejnou meziroční změnou jako tržby z prodeje zboží.

Poskytnuté zálohy na zásoby jsou téměř ve všech účetních obdobích nulové, proto i ve finančním plánu je tato položka zahrnuta s nulovou hodnotou.

### **Pohledávky**

Tato položka je součtem krátkodobých a dlouhodobých pohledávek přičemž krátkodobé jsou oceňovanou společností dále rozděleny na pohledávky z obchodních vztahů, pohledávky ovládající – řídící osoba, daňové závazky, krátkodobé poskytnuté zálohy, dohadné účty aktivní a jiné pohledávky.

### **Dlouhodobé pohledávky**

Zde je naplánována meziroční změna dle předpokladu platební schopnosti odběratelů. Sazby jsou vyjádřeny jako změna oproti období přecházejícímu počínaje rokem 2008: (10%, 10%, -12%, -5%, -5%).



## Krátkodobé pohledávky

Pohledávky z obchodních vztahů se vyvíjí se stejnými meziročními změnami jako tržby z prodeje zboží. Je totiž předpokládáno, že s nárůstem tržeb vzroste také objem pohledávek z obchodních vztahů

Pohledávky ovládající-řídící osoba jsou na základě předchozího vývoje stanoveny v přibližné hodnotě 15 000 tis. Kč konstantní po celé plánované období.

Daňové pohledávky jsou s přihlédnutím k předchozímu vývoji plánovány po celé období nulové.

Zbývající složky krátkodobých pohledávek - krátkodobé poskytnuté zálohy, dohadné účty aktivní a jiné pohledávky - jsou v plánovaném období konstantní a to v následující výši: krátkodobé poskytnuté zálohy 5 000 tis. Kč, dohadné účty aktivní 1000 tis. Kč a jiné pohledávky 7 000 tis. Kč. Hodnota každé z těchto položek je určena s přihlédnutím k minulému vývoji.

## Krátkodobý finanční majetek

Plán krátkodobého finančního majetku je rovněž vytvořen na základě předchozího vývoje.

### 4.1.2.3 Přejícné účty aktiv

Aktivní účty časového rozlišení jsou souhrnem nákladů příštích období a příjmů příštích období. V plánovaném období se časové rozlišení vyvíjí se stejnou meziroční změnou jako tržby z prodeje zboží.

### 4.1.2.4 Souhrnný plán aktiv

V roce 2008 je plánován nárůst majetku společnosti z důvodu uskutečnění investičních plánů. Podrobný plán aktiv je uveden v příloze č. 7.

Tabulka č. 4.21: Plán celkových aktiv (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva	12 117 646	11 291 971	11 566 935	11 929 262	12 520 668
Stálá aktiva	4 174 666	4 199 839	4 324 281	4 515 730	4 754 537
Oběžná aktiva	7 806 531	6 973 177	7 120 481	7 287 108	7 634 323
Přejícné účty aktiv	136 448	118 955	122 172	126 425	131 808

V roce 2009 dochází k poklesu aktiv vlivem poklesu oběžných aktiv (pohledávek). V letech následujících je plánováno navýšení majetku společnosti, v roce 2012 je pak jeho objem vyšší než v roce 2008.

#### **4.1.2.5 Vlastní kapitál**

Vlastní kapitál je součástí pasiv. Jedná se tedy o zdroj krytí majetku. Tato položka je souhrnem základního kapitálu, výsledku hospodaření minulých let výsledkem hospodaření běžného období, rezervního fondu, fondu ze zisku a kapitálovými fondy. Vlastní kapitál se vyznačuje tím, že se jedná o vlastní zdroje. Tyto zdroje byly vytvořeny společností, nebo vklady vlastníků společnosti.

*Tabulka č. 4.22: Plán vlastního kapitálu (tis.Kč)*

	2008	2009	2010	2011	2012
Vlastní kapitál	4 847 138	4 586 000	4 499 773	4 547 024	4 661 128

Vlastní kapitál má od roku 2008 do roku 2010 klesající tendenci. V roce 2011 je již patrný růst, který pokračuje celé plánované období.

#### **Základní kapitál**

Způsob tvorby základního kapitálu závisí na právní formě společnosti. Zákonný základní kapitál akciové společnosti je 2 mil. Kč, pokud jsou akcie veřejně upisovány, je minimální zákonem stanovená výše 20 mil. Kč.

V případě oceňované společnosti je vlastníkem všech akcií mateřská společnost. Od roku 2005, kdy byla hodnota základního kapitálu snížena, zůstává konstantní ve výši 3 000 000 tis. Kč. V plánovaném období je předpoklad totožné výše základního kapitálu v každém roce.

#### **Výsledek hospodaření běžného období**

Tato položka je výše čistého zisku v daném období. V letech následujících je tato položka rozdělena. Část zůstává jako položka nerozděleného výsledku hospodaření minulých let, část je přidělena do kapitálových fondů a na základě obchodního zákoníku je dána povinnost část výsledku hospodaření převést do rezervního fondu.

## Výsledek hospodaření minulých let

Výsledek hospodaření minulých let je výsledkem hospodaření minulých let sníženým o přiděly do fondů.

## Rezervní fond a fondy ze zisku

Do rezervního fondu je každoročně přiděleno 5% z výsledku hospodaření běžného období. Toto procento se přičítá ke stavu rezervního fondu v roce předcházejícím. Z rezervního fondu je každoročně čerpáno 1% ze stavu rezervního fondu: v roce 2008 je čerpáno 1%, v roce 2009 je čerpáno 10%, v roce 2010 je čerpáno 1%, v roce 2011 je čerpáno 5% a v roce 2012 6%.

## Kapitálové fondy

Tato položka je tvořena z externích zdrojů. Je souhrnem emisního ážia, dotací na pořízení majetku nebo vklady společníků.

V plánu rozvahy je součtem stavu v předchozím období, 70% navýšení. Z kapitálových fondů je plánováno také čerpání v každém období v určité výši.

### 4.1.2.6 Cizí zdroje

Tato položka je charakteristická tím, že představuje závazek společnosti. Zahrnuje rezervy, dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky, bankovní úvěry.

Tabulka č. 4.23: Plán cizích zdrojů (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Cizí zdroje	7 221 205	6 662 988	7 023 018	7 336 557	7 811 915
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	269 022	180 729	185 617	192 078	200 257
Krátkodobé závazky	2 651 154	2 262 182	2 322 957	2 403 285	2 622 729
Bankovní úvěry a výpomoci	4 301 029	4 220 077	4 514 444	4 741 195	4 988 928

U cizích zdrojů je patrný pokles pouze v roce 2009, v letech následujících je plánován růst cizích zdrojů.

## Rezervy

V období 1999-2007 má tato položka mimořádný charakter. Vzhledem k tomu, že novela zákona o rezervách ukládá účetním jednotkám povinnost obnos vytvořené

rezervy odvést na zvláštní účet, předpokládá se, že společnosti nebudou rezervy vytvářet v takové míře jako doposud. Ve finančním plánu společnosti bude položka rezerv v celém plánovaném období nulová.

### **Dlouhodobé závazky**

Tato položka se v plánu vyvíjí se stejnými meziročními změnami, jako tržby z prodeje zboží, pouze v roce 2008 je meziroční změna navýšena o 10% a v roce 2009 je snížena o 20%. Vzhledem k tomu, že se v tomto roce předpokládá pokles tržeb, předpokládá se také pokles závazků.

### **Krátkodobé závazky**

Krátkodobé závazky jsou charakteristické svou krátkodobostí, jsou většinou splatné do 3 měsíců. Nevýznamnější položkou této skupiny jsou závazky z obchodních vztahů.

#### **Závazky z obchodních vztahů**

Tato položka se vyvíjí stejným způsobem jako tržby z prodeje zboží. Mírná úprava je provedena pouze v roce 2008 a 2009, kdy dochází ke změně meziroční změny. V roce 2008 dochází k jejímu navýšení, a to z důvodů předzásobení na rok 2009 a v roce 2009 ke snížení, které souvisí se snížením tržeb.

#### **Závazky ovládající a řídící osoba a závazky vůči společníkům**

Tyto položky jsou v předchozích letech buď nulové, nebo mají mimořádný charakter, proto jsou do plánu rozvahy zahrnuty jako nulové.

#### **Závazky vůči zaměstnancům**

Tento závazek představuje závazek zaměstnavatele, zaplatit zaměstnancům mzdu za poslední měsíc přecházejícího účetního období. Vzhledem k tomu, že ve sledovaném období se hodnota tohoto závazku pohybuje okolo 0.45% celkových mzdových nákladů, je toto procento ze mzdových nákladů vyčísleno jako mzdový závazek i v plánu rozvahy.

#### **Závazky vůči orgánům sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění.**

Jedná se o závazek z titulu odvodu pojistného ze mzdy zaměstnanců za poslední výplatní období daného roku. Hodnota této položky je vypočtena jako součet 1/12 z nákladů na zdravotní pojištění a sociální zabezpečení a složky, která je sražena přímo

zaměstnanci, tedy 1/12 z 12,5% ze mzdových nákladů v roce 2008 a 2009 a následujících pak 1/12 z 12% z daného základu.

#### **Daňové závazky a dotace.**

Tato položka zahrnuje především daňové závazky. Jedná se o závazek za daň z přidané hodnoty za zdaňovací období prosinec a záloha na daň silniční rovněž za prosinec. S přihlédnutím k minulému vývoji této položky je předpokládána konstantní hodnota v celém plánovaném období ve výši 25 000 tis. Kč.

#### **Krátkodobé přijaté zálohy**

Přijaté zálohy krátkodobé jsou ve sledovaném období spíš mimořádného charakteru, proto jsou do plánu rozvahy zahrnuty jako nulové po celé plánované období.

#### **Dohadné účty pasivní**

Předpokládá se konstantní hodnota ve všech plánovaných letech 1 000 tis. Kč.

#### **Bankovní úvěry a výpomoci**

V období 2008-2012 jsou plánovány pouze dlouhodobé bankovní úvěry. Hodnota je stanovena jako 20% z konečného stavu úvěrů v minulém účetním období a 80% ze stálých aktiv daného období

#### **Časové rozlišení**

V rámci časového rozlišení je uvažováno s výnosy příštích období a výdaji příštího období. Meziroční změna této položky je totožná s meziroční změnou tržeb z prodeje zboží.

#### **4.1.2.7 Souhrnný plán pasiv**

K poklesu pasiv v roce 2009 přispěl především pokles cizích zdrojů, všechny složky zdrojů krytí sice poklesly, ale cizí zdroje nejvýrazněji.

Tabulka č. 4.24: Plán pasiv (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Pasiva	12 117 646	11 291 971	11 566 935	11 929 262	12 520 669
Vlastní kapitál	4 847 138	4 586 000	4 499 773	4 547 024	4 661 128
Cizí zdroje	7 221 205	6 662 988	7 023 018	7 336 557	7 811 915
Časové rozlišení	49 303	42 982	44 144	45 681	47 626

Podrobný plán rozvahy je uveden v přílohách č. 7 a 8.

## 4.2 Náklady kapitálu

Pro účel výnosového ocenění společnosti je nutné určit náklady kapitálu. Jedná se o společnost zadluženou, je tedy nutné stanovit náklady kapitálu zadlužené společnosti. Pro srovnání je ocenění provedeno s využitím nákladu kapitálu zjištěného pomocí modelu CAPM a také pomocí stavebnicového modelu.

### 4.2.1 Výpočet nákladů vlastního kapitálu modelem CAPM

Náklady vlastního kapitálu tímto modelem jsou vypočteny na základě vztahu č. (2.27) a (2.28). Základem je stanovení bezrizikové sazby  $R_F$ . Ta je dána průměrným výnosem státních dluhopisů. Predikce vychází z dlouhodobých prognóz a vývoje trhu. Výnos tržního portfolia a koeficient citlivosti beta jsou predikovány na základě minulých hodnot, viz zdroj [2.7] s přihlédnutím k současné ekonomické situaci a predikci tržních dat. Náklady na kapitál jsou stanoveny i pro rok 2007 a to pro účely ocenění metodou kapitalizovaných zisků ve variantě paušální metody.

Tabulka č. 4.25: Výpočet nákladů na vlastní kapitál modelem CAPM

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$R_F$	4,57%	3,99%	3,20%	3,53%	3,64%	4,78%
$E(R_M)-R_F$	5,84%	7,10%	6,20%	5,50%	5,20%	5,10%
$E(R_M)$	10,41%	11,09%	9,40%	9,03%	8,84%	9,88%
$\beta_U$	1,73	1,34	1,42	1,25	1,15	1,05
$\beta_L$	3,54	2,92	3,07	2,83	2,65	2,48
$E(R_E)$	25,27%	24,70%	22,24%	19,10%	17,44%	17,40%

Hodnota nákladů na vlastní kapitál vypočtena tímto modelem je poměrně vysoká. Vyšší hodnoty v letech 2008 a 2009 jsou znakem nejistoty na trhu a negativních očekávání. V dalších letech pak dochází ke snížení.

### 4.2.2 Výpočet nákladů vlastního kapitálu stavebnicovým modelem

Výpočet nákladů kapitálu za pomoci stavebnicového modelu je proveden na základě predikovaných účetních dat společnosti a odhadnuté bezrizikové sazby.

Výpočet je proveden na základě vztahů (2.33) - (-2.39). Vypočtené hodnoty nákladu na vlastní kapitál jsou uvedeny v tabulce 4.26.

*Tabulka č. 4.26: Výpočet nákladů na vlastní kapitál stavebnicovým modelem (INFA)*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$R_F$	4,57%	3,99%	3,20%	3,53%	3,64%	4,78%
$R_{LA}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$R_{podnikatelské}$	0,00%	0,00%	1,58%	0,00%	0,00%	0,00%
$R_{finstab.}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$R_A^U$	4,57%	3,99%	4,78%	3,53%	3,64%	4,78%
$R_A^L$	3,94%	3,49%	4,21%	3,12%	3,21%	4,21%
$R_E^L$	5,82%	4,88%	6,01%	3,87%	4,05%	6,43%

Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost je poměrně stabilní a disponuje poměrně vysokým kapitálem, přírážky za jednotlivá rizika mají až na výjimky nulovou hodnotu. Proto je v tomto případě náklad na vlastní kapitál nižší.

### 4.3 Ocenění společnosti

Ocenění společnosti je provedeno k 1. 1. 2008 metodami DCF-equity, metodou kapitalizovaných zisků v obou variantách tedy paušální metodou a metodou analytickou. Pomocí výše uvedených metod je určena hodnota vlastního kapitálu společnosti. Ocenění dle každé metody je provedeno s použitím dvou odlišných nákladů kapitálu vypočtených dle modelu CAPM a stavebnicového modelu.

Ocenění metodou DCF-equity a metodou kapitalizovaných zisků ve variantě analytické metody je provedeno dvoufázově, přičemž první fáze trvá 4 roky a druhá počínaje rokem pátým, do nekonečna. Ve druhé fázi je předpokládán konstantní růst 2% ročně.

#### 4.3.1 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků variantou paušální

Určení hodnoty společnosti touto metodou vychází z historických účetních dat. Základem ocenění touto metodou je určení trvale odnímatelného čistého zisku. Postup určení trvale odnímatelného zisku je uveden v kapitole 2.5.1.2 a postup výpočtu je uveden v příloze č. 10.

Trvale odnímatelný čistý výnos je vyčíslen na 788 738 tis. Kč. Odpisy majetku oceněného v reprodukčních cenách jsou stanoveny ve výši 230 000 Kč. Trvale odnímatelný čistý výnos před daní je vyčíslen následovně:

$$TOV = 788738 - 230000 = 558738 \text{ tis.Kč.}$$

Trvale odnímatelný výnos před daní je snížen o daň. Jelikož je společnost oceňována k 1. 1. 2008 je výnos daněn sazbou daně platnou v roce 2007, tedy 24%

Výše daně je 134 097 tis. Kč. Trvale odnímatelný čistý výnos je 424 641 tis. Kč. Hodnota společnosti je určena vztahem 2.57, přičemž nákladem kapitálu je náklad kapitálu v roce 2007. Při použití nákladu kapitálu stanoveného modelem CAPM je výsledek následující:

$$V = \frac{424641}{0,2527} = 1680669 \text{ tis.Kč,}$$

a za předpokladu, že je trvale odnímatelný čistý výnos diskontován nákladem kapitálu stanoveného modelem stavebnicovým je hodnota firmy vypočtena takto:

$$V = \frac{424641}{0,0582} = 7296685 \text{ tis.Kč.}$$

Výsledky ocenění touto metodou jsou pro srovnání uvedeny v následující tabulce:

Tabulka č. 4.27: Ocenění metodou kapitalizovaných zisků ve variantě paušální (tis. Kč)

	$R_E^L$	Vypočtená hodnota VK
$R_E$ CAPM	25,27%	1 680 669
$R_E$ INFA	5,82%	7 296 685
Hodnota VK 1. 1. 2008	4 850 226	

Z výsledků plyne, že hodnota vypočtená rozdílnými náklady na vlastní kapitál je odlišná. V případě ocenění s využitím nákladu kapitálu vypočteného modelem CAPM, tedy modelem tržním, je společnost účetně nadhodnocená, v případě opačném, kdy jsou k výpočtu využity náklady kapitálu zjištění pomocí stavebnicového modelu, který vychází z účetních dat, je společnost k datu ocenění účetně podhodnocena.



#### 4.3.2 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků ve variantě analytické

Výchozími daty pro ocenění touto metodou je zisk před zdaněním plánovaného období. Ten je upraven o náklady a výnosy mimořádného charakteru (náklady se přičítají, výnosy se odčítají). Upravený výsledek hospodaření je poté zdaněn sazbou daně, která je předpokládána v jednotlivých letech. Vyčíslení upraveného výsledku hospodaření je uvedeno v tabulce 4.29.

Tabulka č. 4.28: Výpočet upraveného výsledku hospodaření v (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Zisk před zdaněním	448 355	46 773	251 091	380 826	423 306
Výnosy z prodeje DHM	23 720	26 761	26 037	25 131	24 061
Prodaný materiál a majetek	14 232	16 056	15 622	15 078	14 436
Výnosy z prodeje CP	2 870	5 651	8 956	0	354
Prodané CP	2 583	5 086	8 060	0	319
Mimořádný VH	0	-5 820	-350	0	0
Upravený VH	438 580	41 324	240 131	370 774	413 646
Sazba daně z příjmu	21%	20%	19%	19%	19%
Upravený VH po zdanění	346 478	33 059	194 506	300 327	335 054

Upravený výsledek hospodaření je využitý pro ocenění pro oba způsoby výpočtu nákladu vlastního kapitálu. V tabulce 4.29 je provedeno ocenění, kde upravený výsledek hospodaření je diskontován nákladem vlastního kapitálu stanoveného modelem CAPM. Propočet je proveden na základě vztahu (2.56) a vztahů platících pro dvoufázové metody (2.47) – (2.53).

Tabulka č. 4.29: Ocenění metodou kapitalizovaných zisků analytickou variantou, diskontováno náklady kapitálu modelem CAPM (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
$R_E$ CAPM	24,70%	22,24%	19,10%	17,44%	17,40%
Diskontní faktor	0,802	0,656	0,551	0,469	
Diskontovaný upravený VH	277 855	21 688	107 145	140 875	2 175 022
Pokračující hodnota					1020248
Hodnota VK					1 567 813

Stejným způsobem je vyčíslena hodnota společnosti, kde je upravený výsledek hospodaření diskontován nákladem kapitálu vypočteným stavebnicovým modelem.

Tabulka č. 4.30: Ocenění metodou kapitalizovaných zisků analytickou variantou, diskontováno náklady kapitálu modelem INFA (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011		2012
$R_E$ INFA	4,88%	6,01%	3,87%	4,05%		6,43%
Diskontní faktor	0,953	0,899	0,866	0,832		
Hodnota jednotlivých let	330 346	29 732	168 412	249 919		7 569 931
	Pokračující hodnota					6 299 363
	Hodnota VK					7 077 771

Výsledky ocenění touto metodou, které jsou odlišné na základě použití odlišných nákladů na vlastní kapitál, jsou srovnány v následující tabulce. Výsledkem tohoto ocenění je určení hodnoty vlastního kapitálu společnosti.

Tabulka č. 4.31: Ocenění metodou kapitalizovaných zisků analytickou variantou (tis. Kč)

	Hodnota VK společnosti
$R_E$ CAPM	1 567 813
$R_E$ INFA	7 077 771
Hodnota VK (1. 1. 2008)	4 850 226

Vypočtená hodnota společnosti je vždy odlišná při použití odlišných nákladů kapitálu, čím vyšší jsou náklady kapitálu, tím nižší je hodnota společnosti a naopak. Při použití nákladu kapitálu INFA je společnost účetně podhodnocená ale hodnota ocenění je bližší hodnotě vlastního kapitálu společnosti, než hodnota ocenění s náklady kapitálu CAPM.

#### 4.3.3 Ocenění metodou DCF-equity

Touto metodou je stanovena hodnota vlastního kapitálu společnosti. Volné peněžní toky pro vlastníky jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu. Základem ocenění je stanovení volných peněžních toků pro vlastníky na základě vztahu (2.18). V tabulce 4.32 je uveden jejich výpočet.

Tabulka č. 4.32: Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky v tis. Kč

	2008	2009	2010	2011		2012
Čistý zisk	354 200	37 418	203 384	308 469		342 878
Odpisy	239 626	241 563	250 482	263 319		280 058
$\Delta$ ČPK	-50 505	-444 383	86 531	86 298		127 771
Saldo úvěru	455 846	-80 952	294 367	226 750		247 734
Investice	531 028	25 172	124 443	191 448		238 808
FCFE	569 148	617 240	537 260	520 793		504 091

Ocenění je provedeno dle vztahů pro stanovení hodnoty dvoufázovou metodou (2.47) – (2.53) nejprve diskontováním náklady kapitálu CAPM, viz tabulka č. 4.33.

Tabulka č. 4.33: Ocenění metodou DCF-equity s náklady vlastního kapitálu CAPM (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011		2012
R <sub>E</sub> CAPM	24,70%	22,24%	19,10%	17,44%		17,40%
Diskontní faktor	0,802	0,656	0,551	0,469		
Diskontované FCFE	456 424	404 943	295 955	244 291		3 272 341
Pokračující hodnota						1 534 973
Hodnota VK						2 936 586

Stejným způsobem, pouze se změnou nákladů kapitálu je vypočtena hodnota vlastního kapitálu s náklady vlastního kapitálu stavebnicovým modelem, viz tabulka č. 4.34.

Tabulka č. 4.34: Ocenění metodou DCF-equity s náklady vlastního kapitálu INFA (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011		2012
R <sub>E</sub> INFA	4,88%	6,01%	3,87%	4,05%		6,43%
Diskontní faktor	0,953	0,899	0,866	0,832		
Diskontované FCFE	542 648	555 128	465 184	433 381		11 389 034
Pokračující hodnota						9 477 452
Hodnota VK						11 473 793

Hodnota vlastního kapitálu vyčíslena metodou DCF-equity má obdobnou strukturu jako v případě využití metody kapitalizovaných zisků.

Tabulka č. 4.35: Ocenění metodou DCF-equity v tis. Kč

	Hodnota VK společnosti
$R_E$ CAPM	2 936 586
$R_E$ INFA	11 473 793
Hodnota VK 1. 1. 2008	4 251 130

Jak bylo výše uvedeno, hodnota společnosti je s poklesem nákladů kapitálu vyšší. V případě ocenění DCF-equity je účetní hodnotě vlastního kapitálu bližší ocenění s použitím nákladu kapitálu modelem CAPM.

#### 4.4 Komparace výsledků

Výsledkem ocenění je stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti metodou kapitalizovaných zisků jak v paušální tak analytické variantě a metodou DCF-equity. Hodnota vlastního kapitálu stanovená na základě výše uvedených metod je vyčíslena v tabulce 4.36.

Tabulka č. 4.36: Ocenění vlastního kapitálu (tis. Kč)

	CAPM	INFA
DCF-equity	2 936 586	11 473 793
Kapitalizované zisky (paušální)	1 680 669	7 296 685
Kapitalizované zisky (analyticky)	1 567 813	7 077 771
Hodnota VK 1. 1. 2008	4 251 130	

V případě diskontování náklady kapitálu vypočtenými modelem CAPM je hodnota vlastního kapitálu společnosti vždy účetně nadhodnocena a v případě diskontování náklady kapitálu vypočtenými stavebnicovým modelem je účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti vždy nižší než hodnota vyčíslená oceňováním.

Nejvyšší hodnoty jsou zjištěny oceňováním metodou DCF-equity a nejnižší metodou kapitalizovaných zisků analytickou variantou.

Ocenění metodou DCF – equity při diskontování náklady kapitálu dle modelu CAPM je nejbližší účetní hodnotě vlastního kapitálu společnosti k datu ocenění.

Je tedy možné konstatovat, že ocenění společnosti metodou DCF-equity, kde volné peněžní toky pro vlastníka jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu vypočtenými modelem CAPM, je nejbližší účetní hodnotě vlastního kapitálu společnosti.

## 5 Závěr

Cílem této práce je ocenění společnosti Feron, a. s.. Jedná se o společnost, jejíž hlavní činností je velkoobchod s hutním materiálem.

Práce je členěna na tři základní části, přičemž v části první je uvedena metodika oceňování včetně postupů, které je nutné učinit ještě před oceněním samotným jako např. sběr potřebných dat, vytvoření strategické a finanční analýzy, na jejichž základě je vytvořen dlouhodobý finanční plán. Dále jsou popsány jednotlivé metody ocenění.

Ve druhé části je představena oceňovaná společnost a provedena finanční a strategická analýza této společnosti

Třetí část obsahuje ocenění společnosti k 1. 1. 2008 metodami kapitalizovaných zisků jak v paušální tak analytické variantě a metodou DCF - equity. Vzhledem k tomu, že se jedná o ocenění výnosové, je nejprve sestaven dlouhodobý finanční plán za předpokladu dvoufázového ocenění, přičemž první fáze trvá čtyři roky 2008-2011 a druhá fáze trvá od roku 2012 do nekonečna.

Pro potřeby ocenění jsou náklady kapitálu vypočteny tržním modelem CAPM a stavebnicovým modelem INFA, který vychází z účetních dat společnosti. Hodnoty nákladů kapitálu vypočteného modelem CAPM jsou vždy vyšší, než náklady kapitálu vypočtené stavebnicovým modelem. Ocenění společnosti je provedeno výše uvedenými metodami s využitím jednotlivých nákladů kapitálu.

Výsledkem ocenění těmito metodami je hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti. Hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 4.36. Při porovnání s účetní hodnotou vlastního kapitálu ke dni ocenění je patrné, že hodnota vlastního kapitálu diskontována náklady vlastního kapitálu dle modelu CAPM je vždy nižší a hodnota vlastního kapitálu diskontována náklady vlastního kapitálu vyčíslenými stavebnicovým modelem je vždy vyšší bez ohledu na použitou metodu. Nejbližší účetní hodnotě vlastního kapitálu je hodnota vypočtená metodou DCF - equity, kdy volný peněžní tok pro vlastníky je diskontován nákladem vlastního kapitálu vyčísleného pomocí modelu CAPM.

## Seznam použité literatury

### Knižní zdroje

- [1.1] DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation Security, Analysis for Investment and Corporate Finance*. USA: John Wiley & Sons, Inc., 1994. 417 s. ISBN 0-471-0750-8.
- [1.2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [1.3] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-259-1
- [1.4] KOVANICOVÁ, Dana, KOVANIC, Petr. *Poklady skryté v účetnictví II*. 1. vyd. Praha: Polygon, 1995. 300 s. ISBN 80-901778-4-0.
- [1.5] MAŘÍK, Miloš. a kol. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [1.6] MAŘÍK, Miloš; MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-39-X.
- [1.7] MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- [1.8] MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku - ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
- [1.9] VALACH, Josef, a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-5611-21-1.
- [1.10] ZMEŠKAL, Zdeněk, a kol. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 235 s. ISBN 80-86-119-87-4.
- [1.11] ZMEŠKAL, Zdeněk; ČULÍK, Miroslav; TICHÝ, Tomáš. *Finanční rozhodování za rizika*. 2. vyd. Ostrava: VŠB-TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA, 2005. 149 s. ISBN 80-248-0840-4.
- [1.12] Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.
- [1.13] Zákon č. 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů.
- [1.14] Zákon č. 48/1997 Sb., o veřejném zdravotním pojištění.
- [1.15] Zákon č. 100/1988 Sb., o sociálním zabezpečení.
- [1.16] Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví.

## Internetové zdroje

- [2.1] Česká národní banka [online]. 2009 [cit. 23. března 2009]. Dostupné z WWW:  
<[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.STROM\\_KOREN](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_KOREN) >
- [2.2] Český statistický úřad [online]. 2009 [cit. 23. března 2009]. Dostupné z WWW:  
<[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp\\_cr](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp_cr)>
- [2.3] Český statistický úřad [online]. 2009 [cit. 22. března 2009]. Dostupné z WWW:<<http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdpcr>>
- [2.4] Český statistický úřad [online]. 2009 [cit. 22. března 2009]. Dostupné z WWW:  
<[http://www.czso.cz/csu/2007edicniplan.nsf/t/C5002A02E2/\\$File/910807a02.pdf](http://www.czso.cz/csu/2007edicniplan.nsf/t/C5002A02E2/$File/910807a02.pdf)>
- [2.5] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2009 [cit. 22. března 2009]. Dostupné z WWW:<[http://portal.mpsv.cz/sz/stat/nz/vyvoj\\_od\\_072004/?\\_piref37\\_240420\\_37\\_240419\\_240419.statse=2000000000011&\\_piref37\\_240420\\_37\\_240419\\_240419.statk=2000000000017&\\_piref37\\_240420\\_37\\_240419\\_240419.send=send&\\_piref37\\_240420\\_37\\_240419\\_240419.stat=2000000000018&\\_piref37\\_240420\\_37\\_240419\\_240419.obdobi=B&\\_piref37\\_240420\\_37\\_240419\\_240419.uzemi=1000&ok=Vyber](http://portal.mpsv.cz/sz/stat/nz/vyvoj_od_072004/?_piref37_240420_37_240419_240419.statse=2000000000011&_piref37_240420_37_240419_240419.statk=2000000000017&_piref37_240420_37_240419_240419.send=send&_piref37_240420_37_240419_240419.stat=2000000000018&_piref37_240420_37_240419_240419.obdobi=B&_piref37_240420_37_240419_240419.uzemi=1000&ok=Vyber)>
- [2.6] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2009 [cit. 22. března 2009]. Dostupné z WWW:< <http://www.mpo.cz/dokument43538.html> 22.3.2009>
- [2.7] Damodaran online [online]. 2009 [cit. 29. března 2009]. Dostupné z WWW:  
<[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)>
- [2.8] Česká národní banka [online]. 2009 [cit. 29. března 2009]. Dostupné z WWW:  
<[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=1&p\\_sort=2&p\\_des=50&p\\_cSest=951&p\\_uka=6&p\\_ind=EBA&p\\_od=200001&p\\_do=200902&p\\_lang=CS&p\\_format=0&p\\_decsep=%2C](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_cSest=951&p_uka=6&p_ind=EBA&p_od=200001&p_do=200902&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C)>



## Seznam zkratek a symbolů

<i>A</i>	celková aktiva
<i>APV</i>	upravená současná hodnota
<i>Bank.</i>	bankovní
$\beta_E$	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
$\beta_{Ej}$	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j-tého faktoru
$\beta^L$	koeficient citlivosti zadlužené firmy
$\beta^U$	koeficient citlivosti nezadlužené firmy
<i>C</i>	celkový investovaný kapitál
<i>CAPM</i>	model oceňování kapitálových aktiv
<i>CK</i>	cizí kapitál
<i>ČPK</i>	čistý pracovní kapitál
<i>ČR</i>	Česká republika
<i>ČV</i>	čistý výnos
<i>DCF</i>	diskontované cash flow
<i>DDM</i>	dividendový diskontní model
<i>DFM</i>	dlouhodobý finanční majetek
<i>DHM</i>	dlouhodobý hmotný majetek
<i>DHNM</i>	dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek
<i>DIV</i>	dividenda
<i>DL.</i>	dlouhodobý
<i>DNM</i>	dlouhodobý nehmotný majetek
<i>d</i>	sazba daně
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_j)$	očekávaný výnos j-tého faktoru.
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
<i>EAT</i>	zisk po zdanění (earn after tax)
<i>EBIT</i>	zisk před daní a úroky (earn before interest and tax)
<i>EBT</i>	zisk před zdaněním (earn before tax)
<i>EU</i>	Evropská unie
<i>EUR</i>	měna evropské unie

<i>EVA</i>	ekonomická přidaná hodnota
<i>FCF</i>	volný peněžní tok
<i>FCFD</i>	volný peněžní tok pro věřitele
<i>FCFE</i>	volný peněžní tok pro vlastníky
<i>FCFE<sub>L</sub></i>	volný peněžní tok pro vlastníky zadlužené firmy
<i>FCFE<sub>U</sub></i>	volný peněžní tok pro vlastníky nezadlužené firmy
<i>FCFF</i>	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
<i>FCFF<sub>L</sub></i>	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele zadlužené firmy
<i>FCFF<sub>U</sub></i>	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele nezadlužené firmy
<i>Fin.</i>	finanční
<i>g</i>	konstantní růst
<i>HDP</i>	hrubý domácí produkt
<i>i</i>	úroková sazba
<i>IČ</i>	identifikační číslo
<i>INFA</i>	stavebnicový model Inky a Ivana Neumayerových
<i>INV</i>	investice
<i>IPD</i>	implicitní cenový deflátor
<i>Kč</i>	Koruna česká
<i>KZ</i>	krátkodobé závazky
<i>měs.</i>	měsíc
<i>mil.</i>	milion
<i>mld.</i>	miliarda
<i>OA</i>	oběžná aktiva
<i>OBL</i>	obligace
<i>OKEČ</i>	odvětvová klasifikace ekonomických činností
<i>P</i>	pasiva
<i>Pohl.</i>	pohledávky
<i>PP</i>	peněžní prostředky
<i>PRIBOR</i>	sazba burzy cenných papírů Praha (Prague InterBank Offered Rate)
<i>R<sub>A</sub></i>	náklad na celkový kapitál
<i>R<sub>A</sub><sup>U</sup></i>	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
<i>R<sub>D</sub></i>	náklad na úročený cizí kapitál
<i>R<sub>E</sub></i>	náklad na vlastní kapitál

$R_F$	bezriziková sazba
$R_{finstab}$	riziková přírážka jako riziko vyplývající z finanční stability
$R_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
$ROA$	rentabilita aktiv
$ROCE$	rentabilita dlouhodobě vloženého kapitálu
$ROE$	rentabilita vlastního kapitálu
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
$S$	saldo úvěru
$SA$	stálá aktiva
$stat.$	statutární
$SWOT$	analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
$t$	čas
$T$	tržby
$tis.$	tisíc
$TOV$	trvale odnímatelný výnos
$Ú$	úroky
$UZ$	úplatné cizí zdroje
$V$	hodnota firmy (fáze ocenění)
$VH$	výsledek hospodaření
$VK$	vlastní kapitál
$VZZ$	výkaz zisku a ztráty
$w_i$	váha
$z-c.$	zaměstnanec
$\Delta$	změna

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 30.4.2009

.....  
Monika Uříčářová

Adresa trvalého pobytu studenta:  
Tvarožná Lhota 133, 696 62 Strážnice

## Seznam příloh

*Příloha č. 1: Aktiva 1999-2003 (tis. Kč)*

*Příloha č. 2: Pasiva 1999-2003 (tis. Kč)*

*Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztráty 1999-2003 (tis. Kč)*

*Příloha č. 4: Aktiva 2004-2012 (tis. Kč)*

*Příloha č. 5: Pasiva 2004-2012 (tis. Kč)*

*Příloha č. 6: Výkaz zisku a ztráty 2004-2012 (tis. Kč)*

*Příloha č. 7: Plán aktiv 2008-2012 (tis. Kč)*

*Příloha č. 8: Plán pasiv 2008-2012 (tis. Kč)*

*Příloha č. 9: Plán výkazu zisku a ztráty 2008-2012(tis. Kč)*

*Příloha č. 10: Trvale odnímatelný zisk při ocenění paušální variantou metody kapitalizovaných zisků (tis. Kč)*

*Příloha č. 1: Aktiva 1999-2003 (tis. Kč)*

		1999	2000	2001	2002	2003
	Aktiva celkem	7 394 993	7 626 182	7 481 850	7 309 905	8 410 035
B.	Stálá aktiva	4 025 529	3 909 007	3 839 572	3 775 051	3 739 795
B.I.	Dlouhodobý hmotný majetek	3 126 225	3 067 253	3 030 009	3 031 943	2 981 161
1.	Pozemky	539 882	543 891	545 630	542 106	542 730
2.	Stavby	1 965 698	1 952 379	1 878 368	1 889 411	1 851 688
3.	Samostatné movité věci, soubory movitých věcí	613 937	564 869	525 041	582 973	571 080
4.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	245	245	300	301	301
5.	Nedokončení DHM	5 487	2 224	5 175	16 455	11 810
6.	Poskytnuté zálohy na DHM	976	3 645	75 495	697	3 552
B.II.	Dlouhodobý nehmotný majetek	21 531	6 650	4 594	4 571	5 803
1.	Software	19 953	5 558	3 229	4 416	5 637
2.	Ocenitelná práva	1 460	991	522	120	49
3.	Nedokončený DNM	118	101	843	35	117
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	877 773	835 104	804 969	738 537	752 831
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	867 593	815 988	783 964	707 545	721 812
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	8 218	17 191	19 191	30 316	30 344
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	1 962	1 925	1 814	676	675
4.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	3 344 904	3 680 182	3 567 577	3 526 412	4 660 248
C.I.	Zásoby	2 354 280	2 592 633	2 370 980	2 240 530	2 784 273
1.	Materiál	17 741	15 960	14 975	86 186	173 416
2.	Nedokončená výroba a polotovary	0	55	0	2 067	3 483
3.	Zboží	2 333 316	2 576 522	2 356 005	1 275	2 605 039
4.	Poskytnuté zálohy a zásoby	3 223	96	0	2 151 002	2 335
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	980 854	1 058 929	1 148 200	1 225 150	1 833 729
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	926 243	1 029 662	1 105 818	1 168 824	1 786 612
2.	Pohledávky ovládající-řídící osoba	12 286	12 268	35 377	15 534	9 713
3.	Stát - daňové pohledávky	20 918	231	0	29 399	32 299
4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	67	0	0	0	0
5.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	1 898	800
6.	Jiné pohledávky	21 340	16 768	7 005	9 495	4 305
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	9 770	28 620	48 397	60 732	42 246
D.I.	Přechodné účty aktiv	24 560	36 993	74 701	8 442	9 992

*Příloha č. 2: Pasiva 1999-2003 (tis. Kč)*

		1999	2000	2001	2002	2003
	<b>Pasiva celkem</b>	7 394 993	7 626 182	7 481 850	7 309 905	8 410 035
A.	<b>Vlastní kapitál</b>	4 251 130	4 386 866	4 332 642	4 305 307	4 281 549
A.I.	<b>Základní kapitál</b>	3 866 708	3 787 226	3 994 200	3 994 200	3 834 027
A.II.	Výsledek hospodaření minulých let	0	10 176	0	-23 968	21 043
A.III.	Výsledek hospodaření běžného období	75 396	265 359	50 287	99 629	152 099
A.IV.	Rezervní fond a fondy ze zisku	0	94 561	36 139	43 998	209 161
A.V.	Kapitálové fondy	309 026	229 544	252 016	191 448	65 219
B.	<b>Cizí zdroje</b>	2 940 445	3 018 324	2 924 847	3 001 862	4 117 653
B.I.	<b>Dlouhodobé závazky</b>	143 899	93 633	63 875	86 013	94 412
B.II.	Rezervy	1 634	17 873	66 272	0	0
B.III.	Závazky ovládající-řídící osoba	80 373	56 223	31 932	0	0
B.IV.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	3
B.V.	Jiné závazky	63 526	37 410	31 943	27 601	13 087
B.VI.	Odložený daňový závazek	0	0	0	58 412	81 322
B.VII.	<b>Krátkodobé závazky</b>	692 874	800 409	922 141	1 156 434	1 742 763
1.	Závazky z obchodních vztahů	642 348	573 798	726 997	825 305	1 218 590
2.	Závazky ovládající-řídící osoba	0	0	0	0	0
3.	Závazky ke společníkům, členům družstva.	3 920	921	821	0	0
4.	Závazky k zaměstnancům	452	241	256	274	316
5.	Závazky na zdravotní a sociální pojištění	15 281	18 333	16 519	12 750	18 250
6.	Daňové závazky a dotace	6 930	174 928	133 877	10 962	7 357
7.	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	267 469	419 356
9.	Jiné závazky	23 943	32 188	43 671	39 674	78 894
B.VIII.	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	2 102 038	2 106 409	1 872 559	1 759 415	2 280 478
1	Bankovní úvěry dlouhodobé	2 102 038	2 106 409	1 872 559	1 759 415	2 220 537
2	Bankovní úvěry krátkodobé	0	0	0	0	59 941
3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.I.	<b>Časové rozlišení</b>	203 418	220 992	224 361	2 736	10 833

*Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztráty 1999-2003 (tis. Kč)*

		1999	2000	2001	2002	2003
I.	Tržby z prodeje zboží	3 166 900	11 346 692	8 853 540	10 414 820	12 060 678
A.	Náklady vynaložené na podané zboží	2 642 979	9 493 581	7 500 277	8 946 006	10 497 057
+	Obchodní marže	523 921	1 853 111	1 353 263	1 468 814	1 563 621
II.	Výkony	34 866	126 710	102 099	149 544	474 766
II.1.	Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	32 862	119 705	97 087	139 342	181 917
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	54	-155	1 314	1 946
II.3.	Aktivace	2 004	6 951	5 167	8 888	290 903
B.	Výkonová spotřeba	162 858	506 421	405 154	473 244	819 810
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	44 640	127 911	92 882	124 959	447 860
B.2.	Služby	118 218	378 510	312 272	348 285	371 950
+	Přidaná hodnota	395 929	1 473 400	1 050 208	1 145 114	1 218 577
C.	Osobní náklady	167 107	593 312	475 756	557 490	601 732
C.1.	Mzdové náklady	112 666	407 111	308 516	372 870	405 555
C.2.	Odměny členů orgánů	5 670	17 820	38 805	26 040	26 130
C.3.	Náklady na zdravotní a sociální pojištění	40 350	144 881	109 958	133 446	144 866
C.4.	Sociální náklady	8 421	23 500	18 477	25 134	25 181
D.	Daně a poplatky	6 993	15 351	11 000	12 601	12 206
E.	Odpisy DHNM	100 575	234 163	185 589	252 784	246 156
III.	Tržby z prodeje DHM a materiálu	16 556	11 869	14 977	20 451	16 662
F.	Zůstatková cena majetku a materiálu	8 069	19 187	7 349	20 142	14 484
G.	Změna rezerv a opravných položek z provozní činnosti	8 313	53 367	36 206	24 403	25 376
IV.	Ostatní provozní náklady	6 982	20 455	23 832	30 846	168 922
H.	Ostatní provozní výnosy	27 461	46 813	31 762	62 642	196 673
*	Provozní výsledek hospodaření	141 907	596 247	357 215	329 941	363 036
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	6 800	0	0	0	18 000
J.	Prodané cenné papíry	3 435	0	39 612	0	19 641
VII.	Výnosy z DFM	0	2 919	0	18 394	8 218
K.	Změna stavu rezerv a opravných. Položek ve finanční oblasti	1 634	17 873	41 930	13 728	0
VIII.	Výnosy z KFM	3 664	1 633	0	0	0
X.	Výnosové úroky	1 067	2 954	5 966	2 200	1 013
N.	Nákladové úroky	50 359	119 183	78 942	71 020	43 756
XI.	Ostatní finanční výnosy	5 642	11 971	15 812	26 061	15 087
O.	Ostatní finanční náklady	19 200	66 182	52 325	87 773	64 808
*	Finanční výsledek hospodaření	-57 455	-183 761	-191 031	-125 866	-85 887
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-600	4 923	6 568	-660	0
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	83 852	417 409	55 935	203 415	277 149
Q.	Splatná	7 804	148 602	5 648	81 415	102 139
Q.1.	Odložená	652	3 448	0	22 371	22 911
***	Výsledek hospodaření za účetní období	75 396	265 359	50 287	99 629	152 9



*Příloha č. 4: Aktiva 2004-2007 (tis. Kč)*

		2004	2005	2006	2007
	<b>Aktiva celkem</b>	<b>10 264 496</b>	<b>9 388 540</b>	<b>11 052 749</b>	<b>11 615 301</b>
<b>B.</b>	<b>Stálá aktiva</b>	<b>3 678 356</b>	<b>3 583 228</b>	<b>3 563 733</b>	<b>3 643 638</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>2 921 109</b>	<b>2 846 696</b>	<b>2 834 756</b>	<b>2 832 990</b>
1.	Pozemky	546 146	546 146	526 622	524 593
2.	Stavby	1 824 955	1 766 858	1 735 709	1 724 249
3.	Samostatné movité věci, soubory movitých věcí	527 021	524 429	556 010	581 613
4.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	301	301	301	371
5.	Nedokončení DHM	19 511	8 649	16 034	164
6.	Poskytnuté zálohy na DHM	3 175	313	80	2 000
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>4 442</b>	<b>3 630</b>	<b>10 453</b>	<b>14 225</b>
1.	Software	3 785	2 373	8 803	8 646
2.	Ocenitelná práva	0	0	197	143
3.	Nedokončený DNM	657	1 257	1 453	5 436
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>752 805</b>	<b>732 902</b>	<b>718 524</b>	<b>796 423</b>
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	721 855	702 004	687 679	786 966
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	30 275	30 223	30 170	9 166
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	675	675	675	25
4.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	266
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>6 578 136</b>	<b>5 779 813</b>	<b>7 482 192</b>	<b>7 838 543</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>3 784 026</b>	<b>3 091 392</b>	<b>4 215 854</b>	<b>4 618 222</b>
1.	Materiál	235 185	243 761	305 496	248 577
2.	Nedokončená výroba a polotovary	534	1 212	3 167	3 698
3.	Zboží	3 548 307	2 846 419	3 899 966	4 365 793
4.	Poskytnuté zálohy a zásoby	0	0	7 225	154
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>3 872</b>	<b>3 809</b>	<b>3 689</b>	<b>3 664</b>
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>2 406 773</b>	<b>2 537 393</b>	<b>3 152 343</b>	<b>3 049 292</b>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	2 223 102	2 482 899	3 092 263	2 939 755
2.	Pohledávky ovládající-řídící osoba	176 240	0	17 247	15 176
3.	Stát - daňové pohledávky	0	45 975	0	79 789
4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 612	4 025	6 330	5 116
5.	Dohadné účty aktivní	1 292	864	32 998	234
6.	Jiné pohledávky	3 527	3 630	3 505	9 222
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>383 465</b>	<b>147 219</b>	<b>110 306</b>	<b>167 365</b>
<b>D.I.</b>	<b>Přechodné účty aktiv</b>	<b>8 004</b>	<b>25 499</b>	<b>6 824</b>	<b>133 120</b>

*Příloha č. 5: Pasiva 2004-2007 (tis. Kč)*

		2004	2005	2006	2007
	<b>Pasiva celkem</b>	<b>10 264 496</b>	<b>9 388 540</b>	<b>11 052 749</b>	<b>11 615 301</b>
A.	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>5 107 444</b>	<b>3 718 419</b>	<b>4 572 453</b>	<b>4 850 226</b>
A.I.	Základní kapitál	3 994 200	3 000 000	3 000 000	3 000 000
A.II.	Výsledek hospodaření minulých let	-156 706	65 537	411 071	942 381
A.III.	Výsledek hospodaření běžného období	988 807	363 721	822 432	533 090
A.IV.	Rezervní fond a fondy ze zisku	56 593	106 004	124 191	165 313
A.V.	Kapitálové fondy	224 550	183 157	214 759	209 442
B.	<b>Cizí zdroje</b>	<b>5 113 076</b>	<b>5 656 866</b>	<b>6 455 766</b>	<b>6 716 975</b>
B.I.	Dlouhodobé závazky	286 541	798 011	275 947	239 131
B.II.	Rezervy	0	0	0	0
B.III.	Závazky ovládající-řídící osoba	0	500 000	0	0
B.IV.	Dlouhodobé přijaté zálohy	47	77	105	128
B.V.	Jiné závazky	0	28 826	0	0
B.VI.	Odložený daňový závazek	286 494	269 108	275 842	239 003
B.VII.	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>2 041 947</b>	<b>2 296 371</b>	<b>3 049 664</b>	<b>2 632 661</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	1 522 125	2 214 828	2 818 432	2 490 707
2.	Závazky ovládající-řídící osoba	0	186	0	285
3.	Závazky ke společníkům, členům družstva.	0	0	42 484	77 875
4.	Závazky k zaměstnancům	294	152	220	236
5.	Závazky na zdravotní a sociální pojištění	28 494	15 701	0	0
6.	Daňové závazky a dotace	437 895	32 305	28 118	36 249
7.	Krátkodobé přijaté zálohy	807	1 005	98 660	16 708
8.	Dohadné účty pasivní	1 259	5 912	1 207	2 774
9.	Jiné závazky	51 073	26 282	60 543	7 827
B.VIII	<b>. Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>2 784 588</b>	<b>2 562 484</b>	<b>3 130 155</b>	<b>3 845 183</b>
1	Bankovní úvěry dlouhodobé	2 703 390	2 502 091	2 000 000	2 000 000
2	Bankovní úvěry krátkodobé	81 198	60 393	1 073 861	1 805 365
3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	56 294	39 818
C.I.	<b>Časové rozlišení</b>	<b>43 976</b>	<b>13 255</b>	<b>24 530</b>	<b>48 100</b>

*Příloha č. 6: Výkaz zisku a ztráty 2004-2007 (tis. Kč)*

		2004	2005	2006	2007
I.	Tržby z prodeje zboží	19 314 646	18 697 804	20 674 719	23 041 996
A.	Náklady vynaložené na podané zboží	16 247 887	17 094 037	18 462 587	21 131 915
+	Obchodní marže	3 066 759	1 603 767	2 212 132	1 910 081
II.	Výkony	1 023 105	1 285 759	1 407 576	1 424 138
II.1.	Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	142 101	140 307	157 445	184 902
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0
II.3.	Aktivace	881 004	1 145 452	1 250 131	1 239 236
B.	Výkonová spotřeba	1 422 818	1 600 284	1 777 102	1 782 779
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	949 132	1 231 732	1 320 775	1 334 414
B.2.	Služby	473 686	368 552	456 327	448 365
+	Přidaná hodnota	2 667 046	1 289 242	1 842 606	1 551 440
C.	Osobní náklady	864 982	585 907	744 863	757 587
C.1.	Mzdové náklady	599 868	402 469	519 798	527 826
C.2.	Odměny členů orgánů	22 930	10 360	9 360	10 080
C.3.	Náklady na sociální a zdravotní pojištění	213 180	144 898	186 186	189 067
C.4.	Sociální náklady	29 004	28 180	29 519	30 614
D.	Daně a poplatky	12 142	12 058	15 492	15 239
E.	Odpisy DHNM	257 105	211 589	208 359	220 820
III.	Tržby z prodeje DHM a materiálu	57 019	13 655	43 519	24 328
F.	Zůstatková cena majetku a materiálu	56 181	10 052	36 366	12 355
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní činnosti	87 837	16 890	35 673	-8 254
IV.	Ostatní provozní náklady	475 619	624 214	939 801	1 141 778
H.	Ostatní provozní výnosy	556 267	734 280	1 164 209	1 374 759
*	Provozní výsledek hospodaření	1 526 466	576 467	1 069 780	811 002
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	161 635	0	66 500	780
J.	Prodané cenné papíry	160 173	0	47 081	650
VII.	Výnosy z DFM	9 750	39 000	115 590	9 168
K.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z KFM	0	594	7	0
X.	Výnosové úroky	1 344	4 012	2 187	4 796
N.	Nákladové úroky	77 073	139 722	114 564	151 924
XI.	Ostatní finanční výnosy	32 573	36 133	38 339	72 889
O.	Ostatní finanční náklady	80 652	55 132	48 802	78 721
*	Finanční výsledek hospodaření	-112 596	-115 115	12 176	-143 662
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	1 413 870	461 352	1 081 956	667 340
Q.	Splatná	442 134	115 017	252 790	171 089
Q.1.	Odložená	-17 071	-17 386	6 734	-36 839
***	Výsledek hospodaření za účetní období	988 807	363 721	822 432	533 090

*Příloha č. 7: Plán aktiv 2008-2012 (tis. Kč)*

		2008	2009	2010	2011	2012
	<b>Aktiva celkem</b>	12 117 646	11 291 971	11 566 935	11 929 262	12 520 668
<b>B.</b>	<b>Stálá aktiva</b>	4 174 666	4 199 839	4 324 281	4 515 730	4 754 537
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	3 416 286	3 443 961	3 571 378	3 754 766	3 993 892
1.	Pozemky	537 362	537 362	537 362	537 362	537 362
2.	Stavby	2 227 849	2 249 127	2 370 082	2 488 207	2 655 543
3.	Samostatné movité věci, soubory movitých věcí	639 774	646 172	652 634	717 897	789 687
4.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	300	300	300	300	300
5.	Nedokončení DHM	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
6.	Poskytnuté zálohy na DHM	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	6 938	6 938	6 938	6 938	6 938
1.	Software	5 788	5 788	5 788	5 788	5 788
2.	Ocenitelná práva	150	150	150	150	150
3.	Nedokončený DNM	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	751 443	748 940	745 966	754 026	753 707
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	729 058	729 058	729 058	729 058	729 058
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	22 360	19 857	16 883	24 943	24 625
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	25	25	25	25	25
4.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	7 806 531	6 973 177	7 120 481	7 287 108	7 634 323
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	4 727 938	4 154 251	4 259 753	4 399 221	4 575 777
1.	Materiál	250 000	250 000	250 000	250 000	250 000
2.	Nedokončená výroba a polotovary	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
3.	Zboží	4 474 938	3 901 251	4 006 753	4 146 221	4 322 777
4.	Poskytnuté zálohy a zásoby	0	0	0	0	0
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	4 030	4 433	3 901	3 706	3 521
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	3 041 249	2 654 950	2 725 992	2 819 904	2 938 789
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	3 013 249	2 626 950	2 697 992	2 791 904	2 910 789
2.	Pohledávky ovládající-řídící osoba	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
3.	Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0
4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
5.	Dohadné účty aktivní	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
6.	Jiné pohledávky	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	33 314	159 542	130 835	64 276	116 236
<b>D.I.</b>	<b>Přechodné účty aktiv</b>	136 448	118 955	122 172	126 425	131 808

*Příloha č. 8: Plán pasiv 2008-2012 (tis. Kč)*

		2008	2009	2010	2011	2011
	<b>Pasiva celkem</b>	12 117 646	11 291 971	11 566 935	11 929 262	12 520 669
A.	<b>Vlastní kapitál</b>	4 847 138	4 586 000	4 499 773	4 547 024	4 661 128
A.I.	Základní kapitál	3 000 000	3 000 000	3 000 000	3 000 000	3 000 000
A.II.	Výsledek hospodaření minulých let	722 345	775 475	781 087	811 595	857 865
A.III.	Výsledek hospodaření běžného období	354 200	37 418	203 384	308 469	342 878
A.IV.	Rezervní fond a fondy ze zisku	181 370	165 104	173 622	102 234	58 038
A.V.	Kapitálové fondy	589 223	608 003	341 680	324 725	402 347
B.	<b>Cizí zdroje</b>	7 221 205	6 662 988	7 023 018	7 336 557	7 811 915
B.I.	Dlouhodobé závazky	269 022	180 729	185 617	192 078	200 257
B.II.	Rezervy	0	0	0	0	0
B.III.	Závazky ovládající-řídící osoba	0	0	0	0	0
B.IV.	Dlouhodobé přijaté zálohy	120	120	120	120	120
B.V.	Jiné závazky	0	0	0	0	0
B.VI.	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0
B.VII.	<b>Krátkodobé závazky</b>	2 651 154	2 262 182	2 322 957	2 403 285	2 622 729
1.	Závazky z obchodních vztahů	2 602 789	2 217 056	2 277 012	2 356 271	2 574 419
2.	Závazky ovládající-řídící osoba	0	0	0	0	0
3.	Závazky ke společníkům, členům družstva.	0	0	0	0	0
4.	Závazky k zaměstnancům	238	248	218	228	240
5.	Závazky sociální a zdravotní pojištění.	22 128	18 879	19 726	20 786	22 070
6.	Daňové závazky a dotace	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000
7.	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
8.	Dohadné účty pasivní	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
9.	Jiné závazky	0	0	0	0	0
B.VIII.	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	4 301 029	4 220 077	4 514 444	4 741 195	4 988 928
1	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
2	Bankovní úvěry krátkodobé	0	0	0	0	0
3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.I.	<b>Časové rozlišení</b>	49 303	42 982	44 144	45 681	47 626

*Příloha č. 9: Plán výkazu zisku a ztráty 2008-2012 (tis. Kč)*

		2008	2009	2010	2011	2012
I.	Tržby z prodeje zboží	23 618 046	20 590 212	21 147 039	21 883 130	22 814 962
A.	Náklady vynaložené na podané zboží	21 728 602	19 004 766	19 349 541	19 913 648	20 761 615
+	Obchodní marže	1 889 444	1 585 446	1 797 498	1 969 482	2 053 347
II.	Výkony	1 459 741	1 272 603	1 307 018	1 352 513	1 410 106
II.1.	Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	189 525	165 228	169 696	175 603	183 080
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0	0
II.3.	Aktivace	1 270 217	1 107 375	1 137 322	1 176 910	1 227 026
B.	Výkonová spotřeba	1 807 332	1 761 892	1 786 340	1 814 412	1 846 430
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	1 347 758	1 361 236	1 374 848	1 388 597	1 402 483
B.2.	Služby	459 574	400 657	411 492	425 815	443 947
+	Přidaná hodnota	1 541 853	1 096 157	1 318 176	1 507 583	1 617 023
C.	Osobní náklady	789 243	694 794	724 811	762 243	807 503
C.1.	Mzdové náklady	551 439	484 813	506 773	534 260	567 583
C.2.	Odměny členů orgánů	10 282	10 384	10 592	10 804	11 020
C.3.	Náklady na sociální a zdravotní pojištění	196 602	168 367	175 904	185 322	196 725
C.4.	Sociální náklady	30 920	31 229	31 542	31 857	32 176
D.	Daně a poplatky	15 391	15 545	15 701	15 858	16 016
E.	Odpisy DHNM	239 626	241 563	250 482	263 319	280 058
III.	Tržby z prodeje DHM a materiálu	23 720	26 761	26 037	25 131	24 061
F.	Zůstatková cena majetku a materiálu	14 232	16 056	15 622	15 078	14 436
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek, provozní činnosti	28 989	28 989	28 989	28 989	28 989
IV.	Ostatní provozní náklady	594 614	518 384	532 403	550 935	574 395
H.	Ostatní provozní výnosy	720 105	627 788	644 765	667 208	695 619
*	Provozní výsledek hospodaření	603 583	235 373	420 970	563 499	615 304
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	2 870	5 651	8 956	0	354
J.	Prodané cenné papíry	2 583	5 086	8 060	0	319
VII.	Výnosy z DFM	9 397	0	9 651	9 987	10 413
K.	Změna stavu rezerv a opravných položek. Položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z KFM	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	3 012	3 012	3 012	3 012	3 012
N.	Nákladové úroky	161 946	181 145	177 736	190 133	199 683
XI.	Ostatní finanční výnosy	74 711	65 133	66 895	69 223	72 171
O.	Ostatní finanční náklady	80 689	70 345	72 247	74 762	77 945
*	Finanční výsledek hospodaření	-155 228	-182 779	-169 529	-182 673	-191 998
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	-5 820	-350	0	0
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	448 355	46 773	251 091	380 826	423 306
Q.	Splatná	94 155	9 355	47 707	72 357	80 428
Q.1.	Odložená	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	354 200	37 418	203 384	308 469	342 878

*Příloha č. 10: Trvale odnímatelný zisk při ocenění paušální variantou metody kapitalizovaných zisků (tis. Kč)*

[illegible]